Neue Erscheinungen im Aktienwesen in der Inflationszeit und im Anschluß an die Goldmark-Bilanzverordnung

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der wirtschaftswissenschaftlichen Doktorwürde

der

Hohen Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Rostock

vorgelegt

von

Kurt Zahn
aus Rostock

Rostock.
Carl Boldt'sche Hofbuchdruckerei
1930.

Referent: Professor Dr. phil. et rer. pol. Mannstaedt.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Literaturverzeichnis.

Adler: Die verschiedenen Aktiengattungen unter besonderer Berücksichtigung der Nachkriegszeit (jur. Diss.). Würzburg 1923.

Argentarius: Die Kreditbank I und II. Berlin 1924.

Aron: Die Kapitalveränderungen deutscher Aktiengesellschaften nach dem Kriege. (Betriebs- und finanzwirtschaftliche Forschungen Serie II, Heft 32, 1927.)

v. Beckerath: Kräfte, Ziele und Gestaltungen in d. dtsch. Industriewirtschaft. Jena 1924.

v. Beckerath: Kapital- und Geldmarkt. Jena 1916.

Beckmann: Interessengemeinschaft und gemischtes Unternehmen. Schmollers Jahrb. 1924, Heft 3.

Bendixen: Das Inflationsproblem. Finanz- und Volkswirtschaftl. Zeitfragen, 31. Heft. Stuttgart 1917.

Bernfeld: Ueberfremdung u. Ueberfremdungsabwehr. Die Bank, Okt. 24.

Bernhard: Kleinaktien. Plutus v. 1. 2. 24.

Bloch: Neue Formen und Erscheinungen im Aktienrecht. Steuer und Wirtschaft, III. Jahrg. Nr. 3 1924.

Cohn: Die Aktiengesellschaft, Bd. 1 u. 2. Zürich 1921.

Dalberg: Die Entwertung des Geldes. Berlin 1919.

Dove: Zur Frage der Vorzugsaktien m. mehrfachem Stimmrecht. Bankarch. Jahrg. 1920, Nr. 21.

Dove: Aktienfragen I und II, Bankarch. Jahrg. 1919 Nr. 20 und dto. Jahrg. 1920 Nr. 21.

Frank-Fahle: Die Stimmrechtsaktie. Berlin 1923.

Geiler: Die wirtschaftlichen Strukturwandlungen und die Reform des Aktienrechts. Gesellschaftsrechtliche Abhandlungen i. Verb. mit der Vereinigung für Aktienrecht, herausg. v. Nußbaum, 1927, Heft 6.

Gieseke: Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht (i. Gruch. Beitr. z. Erläuterung des Deutschen Rechts, Bd. 66, S. 1 ff. 1923).

Goldschmidt: Die Entwicklung des dtsch. Aktienrechts in ihrer intern. Bedeutung. Zentralbl. f. Handelsrecht vereinigt m. Zeitschr. f. Gesellschaftswesen. Jahrg. 1 Nr. 3.

Guttmann: Schutz gegen Ueberfremdung u. Vorzugsaktien m. mehrf. Stimmrecht. Jur. Diss. Königsberg 1922.

Haase: Das Eindringen ausl. Kapitals in d. dtsch. Wirtschaftsleben. Die Bank, Febr. Heft 1920.

Hartmann: Vorzugsakt. u. Verwaltungsakt. b. d. Umstellg. d. Bilanzen auf Gold. Bankarch. Jahrg. 1923 Nr. 10.

Horrwitz: Schutz- und Vorratsaktien. Gesellschaftsrechtliche Abhandlungen in Verbindung mit der Vereinigung für Aktienrecht, herausgeg. von Nußbaum, 1926, Heft 1.

Hueck: Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht. Mannheim 1922.

Jeidels: Das Verhältnis d. dtsch. Großbanken zur Industrie, mit besonderer Berücksichtigung d. Eisenindustrie. Leipzig 1905.

v. Kleist: Die ausländ. Kapitalbeteiligungen in Deutschland. Diss. Greifswald 1921.

Jung: Maßnahmen d. Akt.-Ges. gegen Ueberfremdung. Mainz 1921.

Koch: Das Konsortialgeschäft d. Banken. Bankarch. Jahrg. 1921, Nr. 14.

Kurz: Die Ueberfremdungsgefahr d. dtsch. Aktienges. und ihre Abwehr. Leipzig 1921.

Leitner: Der Uebergang zur Goldbilanz u. Goldbuchführung. Berlin 1924.

Liefmann: Beteiligungs- u. Finanzierungsges. Jena 1913.

Liefmann: Die Unternehmungsformen. Berlin 1920.

Liefmann: Kartelle und Trust. Berlin 1923.

Mannstaedt: Ursachen u. Ziele d. Zusammenschlusses im Gewerbe unter besonderer Berücksichtigung d. Kartelle u. Trusts. Jena 1916.

Marcuse: Die Rückbildung d. dtsch. Volkswirtschaft, ihre Ursachen u. ihre Bekämpfung. Finanz- u. volkswirtsch. Zeitfragen, Jahrg. 1925, Heft 88.

Mattersdorf: Die Preisbildung am Aktienmarkt d. Berliner Börse während d. Inflation. Diss. Rostock 1925.

Möser: Die Generalversammlung der Aktiengesellschaft. Betriebs- und finanzwirtschaftliche Forschungen, II. Heft, 16. Jahrg. 1925.

Müller-Erzbach: Die Entartung des deutschen Aktienwesens seit der Inflationszeit. (Recht u. Staat i. Geschichte u. Gegenwart, Nr. 42, Tübingen 1926.)

Netter: Convertible Bonds nach geltendem Recht. Bankarch., Jahrg. 1924, Nr. 13.

Nußbaum: Aktienkrise und Aktienreform. Magazin der Wirtschaft, 1925, Nr. 35.

Nußbaum: Freiwillige oder gesetzliche Aktienreform. Magazin der Wirtschaft, II, Nr. 2.

Nußbaum: Stimmrechtsaktie u. Aktienreform. Zentralblatt für Handelsrecht, 1926, Nr. 8/9.

Obst: Das Bankgeschäft, I. u. II. Stuttgart 1920.

Ottenfeld: Vorzugsaktien m. mehrf. Stimmrecht, ein Beitrag zur neueren Entwickl. d. Aktien-Gesellschaftsrechts. Jur. Diss. Rostock 1922.

Passow: Die wirtschaftl. Bedeutung u. Organisation d. Aktiengesellschaft. Jena 1907.

Passow: Die Bilanzen der privaten Unternehmungen. Leipzig 1910.

Passow: Betrieb, Unternehmung, Konzern. Jena 1925.

Passow: Die Aktiengesellschaft, eine wirtschaftswissensch. Studie. Jena 1922.

Planitz: Die Stimmrechtsaktie, ein Beitrag zur Reform d. Aktienrechts. Leipzig 1922.

Polthier: Industrielle Kapitalerhöhungen d. Nachkriegszeit. Diss. Köln 1921.

Prion: Die Finanzierung u. Bilanzierung wirtschaftl. Betriebe unter dem Einfluß d. Geldentwertung. Berlin 1921.

Prion: Zinspolitik u. Markstabilisierung. Schmollers Jahrb. 1924, Heft 4.

Rathenau: Vom Aktienwesen, eine geschäftl. Betrachtung. Berlin 1917.

Reimann: Stimmrechts-Aktien und Stimmrechts-Reduktionen. Magazin der Wirtschaft 1927, Nr. 44.

Rießer: Die dtsch. Großbanken und ihre Konzentration im Zusammenhang mit der Entwicklg. d. Gesamtwirtschaft in Deutschland. Jena 1912.

Rosendorff: Die Goldmarkbilanz (Kommentar). Berlin 1924.
Schmalenbach: Finanzierungen. Leipzig 1921/22.
Schmalenbach: Die Goldmarkbilanz. Berlin 1923.
Schmulewitz: Die Verwaltungsaktie. Berlin 1927.
Spiegelberg: Die Notwendigkeit d. Schaffung neuer Wertpapiertypen. Bankarch. Jahrg. 1923, Nr. 14.
Sulzbach: Wirtschaftsgesetzgebung u. Aktienkurse in Deutschland seit der Stabilisierung. Finanz- u. volkswirtsch. Zeitfr., Jahrg. 1925, Heft 87.
Thomaschky: Das Ueberfremdungsproblem b. d. dtsch. Aktiengesellschaften. Diss. Königsberg 1921.
Tönnjes: Rentabilität. Berlin 1924.
Tross: Der Aufbau d. Eisen- und eisenverarbeitenden Industriekonzerne Deutschlands. Berlin 1923.
Wenkel: Die Entstehung und Bedeutung der Schutz- und Vorratsaktien. Plutusbriefe v. Jan. 1926.
Westphal: Die volkswirtschaftl. Bedeutung d. Kapitalverwässerung. Die Bank, Aprilh. 1925.
Wiethaus: Schutz- und Vorratsaktien in der Goldbilanz. Bankarch. Jahrg. 24, Nr. 1.
Wolff u. Birkenbihl: Die Praxis der Finanzierung. Berlin 1918
Wolf u. Paul: Das Goldkapital d. Industrie. Berlin 1922.

Zeitschriften und Zeitungen.

Bank-Archiv: Organ des Zentralverbandes des deutschen Bank- und Bankiergewerbes, verschiedene Jahrgänge. Herausgeg. v. Rießer.
Beiträge zur Erläuterung des deutschen Rechts. Herausgeg. v. Gruchot.
Betriebs- und finanzwirtschaftliche Forschungen. Herausgeg. v. F. Schmidt.
Die Bank: Monatsschrift für Finanz- und Bankwesen. Herausgeg. v. A. Lansburgh.
Finanz- und volkswirtschaftliche Zeitfragen.
Gesellschaftsrechtliche Abhandlungen i. Verbindung mit der Vereinigung für Aktienrecht. Herausgeg. v. Nußbaum.
Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik.
Magazin der Wirtschaft. Herausgeg. v. Leopold Schwarzschild.
Plutus. Herausgeg. v. Bernhard.
Plutusbriefe. Herausgeg. v. Bernhard u. Buchwald.
Schmollers Jahrbücher.
Steuer und Wirtschaft. Herausgeg. v. Reinach.
Wirtschaftsdienst.
Wirtschaft und Statistik. Herausgeg. vom Statistischen Reichsamt.
Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen. Herausgeg. v. Koppe u. a.
Zentralblatt für Handelsrecht (vereinigt mit Zeitschrift für Gesellschaftswesen, Jahrgang 1).

Berliner Börsenkurier,
Berliner Börsenzeitung,
Berliner Tageblatt,
Deutsche Wirtschaftszeitung,
Der Tag,

Frankfurter Zeitung,
Industrie- und Handelszeitung,
Vossische Zeitung;

ferner:

Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften, verschiedene Jahrgänge.
Handwörterbuch der Staatswissenschaften (1923).
Salings Börsen-Jahrbücher, verschiedene Jahrgänge.
Staubs Kommentar zum H. G. B., 10. Aufl., Berlin 1920.

Disposition.

Vorwort 9

A. Einleitung: Aufgabe und Umfang der Arbeit 10

B. Hauptteil I: Neue Erscheinungen im Aktienwesen in der Inflationszeit.

1. Die Lage des deutschen Kapitalmarktes während des Krieges und nach demselben und der Einfluß der Geldentwertung auf die Kapitalpolitik der deutschen Aktien-Gesellschaften.
   a) Die Lage des Kapitalmarktes während des Krieges. . . 12
   b) Infolge zunehmender Inflation nach dem Kriege Betriebsmittelmangel bei den Akt.-Ges. und Beschaffung neuen Kapitals durch Kapitalerhöhungen 14
   c) Kapitalverwässerungen durch Kapitalerhöhungen aus steuerlichen, sozialpolitischen und Placierungsgründen. . 19
2. Kapitalerhöhungen durch Ausgabe von Vorratsaktien unter ganzem oder teilweisem Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre.
   Gründe der Vorratsemissionen und Beurteilung derselben vom Standpunkt der Gesellschaften und vom Standpunkt der Aktionäre. 23
3. Ueberfremdung der deutschen Aktien-Gesellschaften.
   Begriff der Ueberfremdung und Beurteilung derselben für unsere Aktien-Gesellschaften 27
4. Schutzmaßnahmen der Aktien-Gesellschaften gegen Ueberfremdung.
   a) Mehrstimmrechtsaktien als Schutzaktien.
      α. Allgemeines über die neuen Aktiengattungen.
         aa) Vorzugsaktien als Schutzaktien 36
         bb) Nachzugsaktien als Schutzaktien 39
      β. Stimmrechte.
         aa) Der einzelnen Aktie 41
         bb) Der Gesamtheit der Mehrstimmrechtsaktien . . 45
         cc) Ausschließliches und Eventualstimmrecht. . . . 46
      γ. Beschränkung der Verfügungsgewalt 48
      δ. Zeitliche Beschränkung der Vorzugsaktien 49
      ε. Die Arten der Begebung. 50
         aa) Schließung eines Konsortialvertrages zwischen Vorstand und Aufsichtsrat
         bb) Die Begebung an ein Bankenkonsortium oder eine befreundete Gesellschaft
         cc) Austausch der Aktien bei Interessengemeinschaften
   b) Vorrats- oder Verwertungsaktien als Schutzaktien. . . 53

5. Verschiedene Verwendungsarten der Vorratsaktien 54
6. Gefahren und Nachteile der Schutzaktien 54
7. Bedeutung der Mehrstimmrechts- und Vorrats- oder Verwertungsaktien für die industrielle Konzentrationsbewegung der Nachkriegszeit 57
8. Neue Obligationen-Formen in der Nachkriegszeit 62
9. Genußscheine 63

Hauptteil II: Neue Erscheinungen im Aktienwesen im Anschluß an die Goldmark-Bilanzverordnung.

1. Umstellung der Aktien-Gesellschaften nach der Goldmark-Bilanzverordnung 65
   a) Möglichkeiten der Umstellung.
      α. Das Goldmarkvermögen deckt sich mit dem Grundkapital 65
      β. Das Goldmarkvermögen ist kleiner 66
      γ. Das Goldmarkvermögen ist größer als das Grundkapital 67
   b) Zukünftige Höhe des Grundkapitals 67
   c) Entstehung der Kleinaktien infolge der Umrechnung . . 67
      α. Beträge der Kleinaktien 69
      β. Notwendigkeit der Kleinaktien infolge der Beschaffenheit des Geld- und Kapitalmarktes nach der Stabilisierung 70
   d) Behandlung der Mehrstimmrechtsaktien nach der Goldmarkbilanzverordnung und ihre Bedeutung nach der Stabilisierung 71
   e) Behandlung der Vorrats- oder Verwertungsaktien nach der G. B. V. und ihre Bedeutung nach der Stabilisierung 79
2. Einführung von Convertible Bonds.
   a) Begriff derselben und Entstehungsgründe 85
   b) Verschiedenartigkeit der Convertible Bonds.
      α. Tausch der Convertible Bonds gegen Vorratsaktien. . 87
      β. Mit Bezugsrecht ausgestattete Convertible Bonds . . 87
      γ. Rückkauf der Convertible Bonds zu einem bestimmten Prozentsatz 87
   c) Wirtschaftliche Beurteilung der Convertible Bonds. . . . 88

C. **Schluß:** Die Krisis im deutschen Aktienwesen 89

Vorwort.

Die vorliegende Arbeit verdankt ihre Entstehung den im Wirtschaftswissenschaftlichen Seminar an der Universität Rostock erhaltenen Anregungen. Die Verschiebungen im Aufbau und in der Einrichtung des deutschen Aktienwesens sind konstruktiv und materiell so bedeutend gewesen, daß es sich lohnte, eine Untersuchung hierüber anzustellen. Einen Anspruch auf Vollständigkeit kann die Arbeit jedoch nicht erheben, weil bei der gewählten Formulierung des Themas eine erschöpfende Stellungnahme zu allen Einzelfragen im Rahmen einer Dissertation nicht möglich ist. Dies gilt vor allem für die juristischen Fragen. Die Literatur ist weitmöglichst bis zum Jahre 1927 einschließlich berücksichtigt.

Einleitung.

Aufgabe und Umfang der Arbeit.

Bereits lange vor dem Kriege ist die Aktien-Gesellschaft die bedeutendste Unternehmungsform gewesen. Die Gründe hierfür sind verschiedener Natur. Die Hauptvorzüge der Aktiengesellschaft sind: Beschränkung der Haftpflicht der Gesellschafter auf ihre Anteile, Möglichkeit der Kapitalansammlung für den Großbetrieb, wozu der Einzelunternehmer in den seltensten Fällen in der Lage ist, Verteilung des Risikos und leichte Veräußerlichkeit der Anteile durch Verkauf an den Börsen.

Die Organe einer Aktien-Gesellschaft sind Vorstand, Aufsichtsrat (die sogen. Verwaltung) und die Generalversammlung. Die geschäftsführenden Organe sind der Vorstand und Aufsichtsrat, wobei letzterem in erster Linie die Tätigkeit der Kontrolle über den Vorstand obliegt; die oberste Gewalt liegt jedoch bei der Generalversammlung, die über das Wohl und Wehe einer Aktien-Gesellschaft letzten Endes zu entscheiden hat. Die Generalversammlung beschließt mit einer bestimmten, im Gesellschaftsvertrage vorgeschriebenen Mehrheit der vertretenen Aktienstimmen. Dabei gewährt im allgemeinen jede Aktie über 1000 ℳ eine Stimme. Dieses Grundprinzip bei der Aktien-Gesellschaft wurde durch die Aktiennovelle von 1884 gesetzlich festgelegt.

Die Aktien-Gesellschaft ist nach deutschem Recht ein nach demokratisch-genossenschaftlichen Ideen konstruierte Unternehmungsform. Ihrem im Gesetz festgelegten wirtschaftlichen Aufbau liegt also der Gedanke zugrunde, daß jeder Aktionär, mit dem Stimmrecht einer einzelnen Aktie ausgerüstet, in der Generalversammlung nach dem Vorbild der Parlamente an dem Zustandekommen der Beschlüsse mitwirkt. Das Wirtschaftsleben ist aber ohne Rücksicht auf die Ideale, die dem Gesetzgeber vorgeschwebt haben, seine eigenen Wege gegangen. Das Stimmenverhältnis ist heute in den Generalversammlungen fast regelmäßig so ver-

teilt, daß von 1000 stimmberechtigten Aktionären z. B. 5 je 150 und 250 Aktionäre je eine Stimme haben. Das Geschick der meisten Aktien-Gesellschaften wird durch wenige Großaktionäre, die sich meistens aus Verwaltungsmitgliedern und Privatinteressenten zusammensetzen, bestimmt, und die Masse der Kleinaktionäre führt einen fruchtlosen Kampf gegen den Absolutismus der Minderheit.

Allerdings handelt es sich dabei nicht um eine Inflationserscheinung, vielmehr waren Ansätze für eine derartige Umschichtung des Einflusses bereits vor dem Kriege vorhanden. Aber die Entwicklung, welche sich früher langsam anbahnte, hat in der Nachkriegszeit ein Tempo eingeschlagen, welches der ganzen Frage ein neuartiges Aussehen gegeben hat. Ohne auf die treibenden Kräfte näher einzugehen, wollen wir folgende andeuten. Sie liegen in dem durch die Konzentrationsbewegung der Nachkriegsjahre hervorgerufenen Anwachsen der deutschen Unternehmungen, welche das Auftreten starker leitender Persönlichkeiten begünstigte, in dem durch die Verarmung des deutschen Mittelstandes erleichterten Auskauf der kleinen Aktionäre durch wenige große, sowie in der gesamten außen- und innerpolitischen Lage, welche für die Demokratie, und damit auch für die wirtschaftliche, ungünstig war.[1]) Verankert wurde der Machtzuwachs, den die Verwaltungen der Aktiengesellschaften erfahren hatten, einerseits durch die Schaffung der Mehrstimmrechts- und der Vorrats- oder Verwertungsaktien in der Inflation, andererseits waren aber diese Aktien auch das sicherste Mittel für die Verwaltungen, ihre Macht zu erweitern.

Die vorliegende Arbeit soll in ihrem ersten Teil in der Hauptsache die Vorrats- und die Mehrstimmrechtsaktien in der Inflationszeit, ihre Entstehung und Bedeutung als Schutzaktien, sowie ihre Bedeutung für die industrielle Konzentration betrachten und einer kritischen Würdigung unterziehen. Der zweite Teil der Arbeit soll den Einfluß der Mark-Stabilisierung auf das Aktienwesen, also die Umstellung der Aktien-Gesellschaften auf Goldmark auf Grund der Goldmark-Bilanzverordnung vom 28. 12. 1923 und deren 7 Durchführungsverordnungen und die Bedeutung der Mehrstimmrechts- und Vorratsaktien nach der Stabilisierung zum Gegenstand der Untersuchung haben.

---

[1]) vergl. Goldschmidt: Die Entwicklung des deutschen Aktienrechts in ihrer internationalen Bedeutung. Seite 85.

Hauptteil I

Neue Erscheinungen im Aktienwesen in der Inflationszeit.

1. Die Lage des deutschen Kapitalmarktes während des Krieges und nach demselben und der Einfluß der Geldentwertung auf die Kapitalpolitik der deutschen Aktien-Gesellschaften.

a) Die Lage des Kapitalmarktes während des Krieges.

Bei Ausbruch des Weltkrieges wurden sämtliche deutschen Börsen geschlossen und damit hörte jede offizielle Börsennotiz auf. Wenn auch die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes nicht vollständig unterbunden wurde, es hatte der Vorstand der Berliner Börse damals den Beschluß gefaßt, in der üblichen Börsenzeit die Börsenräume offen zu lassen, um den beteiligten Kreisen Gelegenheit zu geben, sich durch regelmäßige Aussprachen über ihre gemeinsamen Interessen verständigen zu können und wenn sich auch aus diesem Zusammentreffen in den Börsenräumen ohne Benutzung der sonst dafür zur Verfügung stehenden Einrichtungen allmählich ein immer größerer Verkehr in Wertpapieren entwickelte, so war die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes doch auf diese Weise sehr erschwert. Die auf Erweiterung ihrer Betriebe und Umstellung derselben zur Herstellung von Heeresgut bedachten Gesellschaften sahen sich deshalb gezwungen, in erhöhtem Maße auf Bankkredite zurückzugreifen.

Bei zunehmendem Beschäftigungsgrade, bei steigenden Preisen verlor die Frage der Kapitalrüstung vorübergehend an Bedeutung, da die Gesellschaften zum Teil große Gewinne abwarfen und dadurch dieser Sorge enthoben wurden.

Dennoch machte sich nach der anfänglichen Zurückhaltung in der ersten Zeit des Krieges eine erhöhte Inanspruchnahme des Kapitalmarktes bemerkbar. Trotz dringlicher Mahnungen von seiten der verantwortlichen Stellen und der Tagespresse konnte aber dem Drange nach Kapitalbedarf nicht gesteuert werden. Er erfolgten 1916 bereits Anträge des Zentralverbandes des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes, des Vereins für die Interessen der Fondsbörse und anderer mehr in Berlin beim Handelsminister und der Reichsbank um Wiedereröffnung des amtlichen Börsenverkehrs und um Aufnahme der Tätigkeit der Zulassungsstelle

unter der Begründung, daß das Wiedereintreten der amtlichen Wirksamkeit dieses wichtigen Körpers im wirtschaftlichen Leben, des Zentralpunktes aller finanziellen Interessen nur das Spiegelbild der wirtschaftlichen Kraft unseres Reiches wiedergeben und damit auch stärkend und befruchtend auf das ganze wirtschaftliche Leben einwirken würde. Durch Verordnung vom 8. 3. 1917 wurde eine teilweise Konzessionspflicht eingeführt, die sich auf festverzinsliche Werte — Obligationen und Vorzugsaktien — erstreckte, da diese die Unterbringung der Kriegsanleihe am ehesten zu gefährden in der Lage waren. Im Oktober 1917 erteilte der Minister für Handel und Gewerbe die Genehmigung für die Aufnahme der Tätigkeit der Zulassungsstelle, soweit sich diese auf deutsche Aktien erstreckte, die kurz vor und während des Krieges ausgegeben waren, und zwar von Unternehmungen, deren ältere Aktien bereits zur Börse zugelassen waren. Durch Verordnung vom 2. 11. 1917 wurde die Überwachung des heimischen Kapitalmarktes verschärft durch die Ausdehnung der Konzessionspflicht für jegliche Anteilspapiere, und zwar über einen Betrag von 300 000.— ℳ. Die hierdurch bewirkte Fernhaltung der Gesellschaften vom Kapitalmarkt wies diese wiederum auf die vermehrte Aufnahme von Bankkrediten und Valutaanleihen, soweit nicht die großen Bankguthaben und die angesammelten Reserven zur Befriedigung des Geldbedarfes ausreichten. Am 3. 12. 1917 schloß sich alsdann die Genehmigung für die Wiederaufnahme des amtlichen Handels und der amtlichen Kursnotierung für bereits zur Börse zugelassene Aktien, also nur der Dividendenwerte, nicht der festverzinslichen Werte an.

Die Wiederaufnahme des amtlichen Börsenverkehrs, wenn auch nur in begrenztem Umfange enthielt die Anerkennung, daß auch während des Krieges nach Lage der damaligen Verhältnisse ein amtlich geregelter Börsenverkehr nicht entbehrt werden konnte. Unumgänglich notwendig wurde die Neuregelung durch den Umfang und die Ausdehnung, welche der freie Börsenverkehr in Dividendenwerten während der Dauer des Krieges angenommen hatte.

Nach der Frankfurter Zeitung vom 12. 2. 1918 betrug die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes:

	1916	1917
für Neugründungen . . .	113,16 Mill.	268,39 Mill. ℳ
für Kapitalerhöhung . .	245,40 „	715,99 „ „

Die Steigerung für 1917 ist zum großen Teil auf den Kapitalbedarf der Rüstungsindustrie zurückzuführen.

In vielen Fällen hatte es sich aber nicht um einen tatsächlichen Kapitalbedarf von seiten der Industrie gehandelt, da ein großer Teil der Gesellschaften genügend Reserven angesammelt hatte, auf die sie im Notfalle zurückgreifen konnten, sondern um Kapitalverwässerungen. Unter Kapitalverwässerung versteht man eine Kapitalerhöhung, die nicht zur Substanzvermehrung des Unternehmens beiträgt, sondern lediglich vorgenommen wird, um durch Erhöhung des Grundkapitals bei billigem Bezugsrechtsangebot an die Aktionäre große Gewinne zu verschleiern. Wir kommen hierauf noch später eingehend zurück.

b) Infolge zunehmender Inflation nach dem Kriege Betriebsmittelmangel bei den Aktien-Gesellschaften und Beschaffung neuen Kapitals durch Kapitalerhöhungen.

Nach Beendigung des Weltkrieges änderte sich das Bild vollkommen. Auf der ganzen Linie machte sich ein Wachsen des Kapitalbedarfs bemerkbar, dem die Gesellschaften bald auch durch Rückgriff auf die Reservebestände nicht mehr entsprechen konnten. Ein immer größer werdender Betriebsmittelmangel trat in die Erscheinung, hervorgerufen durch die Inflation, die sich in erhöhtem Maße bemerkbar machte und gesteigerte Betriebsunkosten: Löhne, Halbfabrikate und Rohstoffe im Gefolge hatte. Zudem erforderte die Umstellung auf die Friedenswirtschaft große Kapitalien, die nicht allein durch Rückgriff auf die vorhandenen Mittel bewerkstelligt werden konnten. Bei vielen Gesellschaften, zum Beispiel bei der Rüstungsindustrie, hatte die anschwellende Nachfrage während des Krieges zu einer ungesunden Betriebserweiterung geführt; diese sahen sich nach dem Kriege durch die Umstellung auf die Friedensproduktion genötigt, Umbauten an diesen Anlagen vorzunehmen, soweit sie nicht überhaupt nur für den Zweck verwendbar waren, für den sie erbaut waren.

Ueber die Ursachen der Inflation sagt Bendixen, daß sie „in der Störung des Gleichgewichtes zwischen Warenentstehung und Geldschöpfung zu suchen sei“[1]). Durch die Umstellung der deutschen Industrie auf den Krieg entstand bei uns in Deutschland eine Warenknappheit der zum Leben notwendigen Gegenstände und Konsumtivgüter überhaupt,

[1]) vergl. Bendixen: „Das Inflationsproblem“. Finanz- und volkswirtschaftliche Zeitfragen, 1917, 31. Heft, Seite 11 ff.

da die Betriebe in erster Linie zur Herstellung von Kriegsmaterial im Interesse des Staates Verwendung fanden. Dadurch wurde das allgemeine Preisniveau sehr bald gehoben. Gefördert wurde diese Preiserhöhung durch die zunehmende Vermehrung der Zahlungsmittel von seiten der Reichsbank, die auf Grund des Gesetzes vom 4. 8. 1914 der alten Einlösungspflicht der Noten in Gold enthoben worden war.

Auf der einen Seite zunehmender Warenmangel, auf der andern Seite die Vermehrung der Zahlungsmittel, die am Markte als Nachfrage auftraten, erhöhten das allgemeine Preisniveau. Dadurch, daß immer mehr Zahlungsmittel in Papier in den Verkehr gebracht wurden, war eine fortgesetzte Entwertung des Geldes eingetreten.

Wenn in Deutschland auch nach dem Kriege an sich die Möglichkeiten gegeben waren, das Angebot an Waren zu erhöhen, so konnte doch infolge der andauernden Vermehrung der Zahlungsmittel und der damit im Zusammenhang stehenden schlechten Bewertung unserer Mark im Auslande, der Ablieferung von allen möglichen Gütern laut Versailler Friedensvertrag an die Ententestaaten, durch die Hemmung der Produktion durch verkürzte Arbeitszeit und innerpolitische Unruhen das Gleichgewicht zwischen Warenentstehung und Geldschöpfung nicht wiederhergestellt werden.

In welchem Maße zum Beispiel die Steigerung der Eisenpreise während des Krieges und nach demselben erfolgte, mag folgende Tabelle veranschaulichen, die einem Artikel im Berliner Tageblatt vom 14. 2. 1919 entnommen ist:

In Mark betrugen die Preise pro Tonne für:

	Blöcke	Knüppel	Träger	Stabeisen
Aug. 14	82,50	95,—	110.—	93,50
Anfang 16 . . .	102,50	115,—	130.—	150.—
Herbst 16 . . .	127,50	142,50	160.—	190.—
Ende 18	187.50	202,50	220.—	235.—
Anfang 19 . . .	285.—	300.—	320.—	335.—
März 19	385.—	400.—	420.—	435.—

Es hatten sich hiernach also die Preise in der Stahlindustrie seit 1914 durchweg bereits vervierfacht.

Folgende Zahlen mögen noch über die sprunghafte Steigerung der Preise nach dem Kriege Aufschluß geben, wobei wir nur ein paar Monate der Jahre 1921 und 1922 herausgegriffen haben. Nach Wirtschaftsdienst 7. Jahrgang Nr. 10 vom 10. 3. 1922, Seite 207, betrugen die Preise in Mark pro Tonne:

	20. 10. 1921	1. 12. 1921	1. 2. 1922	1. 3. 1922
Rohblöcke . .	2435.—	3850.—	4210.—	5320.—
Bandeisen . .	3585.—	5530.—	6130.—	7750.—
Feinbleche . .	4400.—	6680.—	7400.—	9375.—

In gewisser Wechselwirkung mit den Preiserhöhungen standen die Lohn- und Gehaltserhöhungen der Arbeiter und Angestellten. Ein den wirtschaftlichen Mitteilungen aus dem Siemens-Konzern entnommener Artikel von Ingenieur Schacht veranschaulicht die Preisverhältnisse der damaligen Zeit[1]): „Bei einem Monatsbedarf von beispielsweise 1000 Tonnen Dynamoblechen hätte man früher innerhalb Monatsfrist nach erfolgter Lieferung 526 000.— Mark zu zahlen gehabt. Bei dem heutigen Preis von 4,6 Millionen Mark müssen aber 2,3 Millionen sofort bei der Auftragserteilung bezahlt werden, während die Lieferung erst in 5 oder 6 Monaten erfolgt. Wenn fortlaufend fabriziert werden soll, muß sich das Werk angesichts der üblen Lieferungsverhältnisse auf etwa 6 Monate mit Material eindecken und somit 13,8 Millionen Mark festlegen. Da bei Lieferung im fünften Monat die zweite Rate der ersten Lieferung fällig ist, also weitere 2,3 Millionen Mark, so werden allein für Beschaffung der Dynamobleche über 16 Millionen Mark vom Betriebskapital nötig sein, anstatt wie früher etwas mehr als eine halbe Million Mark. Auf die Dauer ist natürlich solcher Zustand unhaltbar; er muß notwendigerweise entweder zur Verkleinerung des Geschäfts führen oder aber das Betriebskapital muß vermehrt werden."

Welche Kreditform erschien der Industrie am geeignetsten, um den in der Nachkriegszeit hervorgetretenen Mehrbedarf an Betriebsmitteln zu decken?

In der Vorkriegszeit nahmen die Gesellschaften in der Regel zu diesem Zwecke kurzfristige Kredite auf, deren Abdeckung aus den laufenden Erträgnissen erfolgte, so daß sie sich zu einer Vergrößerung des Unternehmungskapitals nur dann entschlossen, wenn geplante Neubauten oder Erweiterungsanlagen eine Kapitalinvestierung erforderten.

Jeidels schreibt hierüber folgendes[2]): „Der Geldbedarf gewerblicher Unternehmungen hat zwei Richtungen: Die Aufrechterhaltung des laufenden Betriebes und die Schaffung neuer Fabrikationsanlagen. Der Betrieb selbst erfordert in drei Gruppen von Fällen Vorhandensein ver-

[1]) vergl. Prion: „Die Finanzierung und Bilanzierung wirtschaftlicher Betriebe unter dem Einfluß der Geldentwertung." Seite 64.

[2]) Jeidels: „Das Verhältnis der deutschen Großbanken zur Industrie mit besonderer Berücksichtigung der Eisenindustrie." S. 16 ff.

fügbarer Mittel: einmal für die großen Barzahlungen, die in regelmäßig wiederkehrenden Zeitabschnitten geleistet werden müssen für Arbeitslöhne, Arbeiterversicherung und Gehälter, dann für die Dividendenzahlung und die Obligationenzinsen, wofür einmal im Jahre eine große Summe, allerdings nicht notwendig in bar, vorrätig gehalten werden muß. Drittens schließlich für die eigentliche Fabrikation; es müssen Rohmaterialien gekauft, Fracht, Versicherungsprämien bezahlt und von Zeit zu Zeit neue Betriebsmittel (je nach der Natur des Industriezweiges, Maschinen, rollendes Eisenbahnmaterial, Kesselanlagen und dergl.) aus laufenden Mitteln angeschafft werden. Neben diesem regelmäßigen Geldbedarf steht die Notwendigkeit einmaliger Ausgaben, sei es, um den ganzen Betrieb gründlich umzustellen, indem man die Maschinen und die Anlagen umfassend erneuert, sei es, um das Werk zu vergrößern und mit neuen Herstellungszweigen auszustatten; in diesen Fällen müssen den Unternehmungen neue Mittel in Form von Kapitalerhöhungen oder Obligationenausgabe zur Verfügung gestellt werden. Die Geldbeschaffung ist naturgemäß in beiden Fällen prinzipiell verschieden; im ersten Falle ist das reine, sogenannte reguläre Kreditgeschäft ausreichend, im zweiten muß mit einer Emission an den Markt getreten werden."

Anders lagen dagegen die Verhältnisse in der Nachkriegszeit. Diese Zusammenhänge beleuchtet treffend ein dem Plutus entnommener Aufsatz vom 5. 11. 1919, Seite 384, der mit „Kapitalerhöhungen" überschrieben ist.

„Die Beweggründe für die Kapitalerhöhungen, soweit sie ausgesprochen werden, und auch soweit sie unausgesprochen bleiben, zeigen bei aller Verschiedenheit im einzelnen doch eine einheitliche Linie. Die Vermehrung der Kapitalien ist in der gegenwärtigen Zeit nicht, wie es früher der Fall war, ohne weiteres als Symptom der Expansionskraft und Expansionslust anzusehen, sondern sie gehört mit in die Reihe der Inflationserscheinungen, sie spiegelt vielfach weiter nichts als die Entwertung des Geldes wieder. Ohne Rücksicht darauf, ob die Produktion eine Steigerung erfahren hat, und noch viel häufiger ohne Rücksicht auf die gegenwärtigen Rentabilitätsverhältnisse, erfordern die dem Geldwerte nach überall gewachsenen Umsätze für viele Unternehmungen eine Vergrößerung der Betriebsmittel und überall dort, wo Neuanlagen gemacht werden müssen, sind die Kosten dieser Neuanlagen so hoch, daß sie im Verhältnis zu den alten Investierungen der gleichen Unternehmungen eine unverhältnismäßig starke Erhöhung der Kapitalien bedingen. Diesen Kapitalbedarf durch die Ausgabe neuer

Wertpapiere zu decken, erscheint im Augenblick um so reizvoller, als die lebhafte Nachfrage nach Wertpapieren, die sich in der Börsenhausse spiegelt, einen aufnahmefähigen Markt für neue Werte sichert."

Die von seiten der deutschen Aktien-Gesellschaften an den Kapitalmarkt während der Inflationszeit nach dem Kriege gestellten Ansprüche mögen folgende Zahlen, die dem Vierteljahresheft für Statistik des Deutschen Reiches, 33. Jahrgang 1924, III. Heft, Seite 32 entnommen sind, illustrieren:

Ausgegebene Aktien insges. nominal:
(in Millionen Papiermark)

1920	Neugründungen	1 460 679
	Kapitalerhöhungen	7 808 715
1921	Neugründungen	4 230 789
	Kapitalerhöhungen	16 436 024
1922	Neugründungen	14 915 051
	Kapitalerhöhungen	40 662 128
1923	Neugründungen	45 729 503 645 803
	Kapitalerhöhungen	2 785 973 982

Zu diesen Zahlen kämen noch die Obligationen hinzu, die das Bild vervollständigen würden.

Auffällig ist die Zunahme der Beträge für Neugründungen von Aktiengesellschaften, besonders im Jahre 1923. Die Gründe hierfür waren ebenfalls in dem Betriebsmittelmangel zu suchen, dem zahlreiche Personalgesellschaften durch Umgründungen in Aktien-Gesellschaften zu entgehen suchten, da Bankkredite zu teuer und nur sehr schwierig zu erhalten waren.

Die Zahl der Aktien-Gesellschaften bei Neugründungen betrug nach Wirtschaft und Statistik 1923, Seite 220:

Jahresende	Zahl der Gesellschaften
1913	176
1919	226
1920	503
1921	1132
1922	3059
1923	6982

Die Zahl der vorhandenen Aktien-Gesellschaften stieg damit von 5486 Ende 1913 auf 16 472 Ende 1923.

c) Kapitalverwässerungen durch Kapitalerhöhungen aus steuerlichen, sozialpolitischen und Placierungsgründen.

Wie oben bereits angedeutet, waren die Kapitalerhöhungen der Aktien-Gesellschaften durchaus nicht immer zur Hebung des Betriebsmittelmangels durchgeführt worden, wenn die Gesellschaften sie auch meistens damit begründeten, sondern dienten vielfach der Verwässerung des Aktienkapitals. Dieses geht daraus hervor, daß die Gesellschaften auf die Ausnutzung des Kursagios bei der Festsetzung der Höhe des Begebungskurses der jungen Aktien keinen Wert legten, was folgende Zahlen veranschaulichen mögen[1]).

Die durchschnittlichen Begebungskurse bei den Stammaktien in den Jahren 1921, 22, 23:

	1921	1922	1923
Januar	135	139,6	203,2
Februar	117,2	128,5	267,3
März	122,4	133,8	294,9
April	119,6	141,7	354,1
Mai	113,1	148,7	412,7
Juni	112,3	152,5	434,6
Juli	127	156,2	426,2
August	122,9	134,1	823,1
September	114,5	126	4733,8
Oktober	120,2	138,1	—
November	130,2	159,4	—
Dezember	152,1	224,8	—

Wenn es auch nach diesen Zahlen zunächst den Anschein hat, als ob die Gesellschaften 1922 und 1923 mehr auf die Ausnutzung des Agios bedacht waren, so ist dies infolge des gestiegenen Kursniveaus ein Trugschluß.

Die Folgen einer Kapitalverwässerung mögen aus folgenden Beispielen hervorgehen:

Angenommen eine Gesellschaft mit einem Aktienkapital von 10 Millionen Mark, eingeteilt in 10 000 Aktien zu je 1000 Mark (Kurswert 900 %) benötige zur Bestreitung der laufenden Ausgaben neue Mittel in Höhe von 6 Millionen Mark und will zu diesem Zwecke eine Kapitalerhöhung vornehmen, da Bankkredite in dieser Höhe nicht zur Verfügung stehen, oder mit Rücksicht auf die jederzeit mögliche Kündbarkeit nicht in Anspruch genommen werden sollten.

[1]) vergl. Mattersdorf: Die Preisbild. am Akt.-Markt d. Berl. Börse während d. Inflation, Seite 105.

Es bestehen zwei Möglichkeiten der Durchführung der Transaktion:

1. Die Gesellschaft begibt 2 Millionen Mark junge Aktien zu je 300 %, die den alten Aktionären im Verhältnis 5: 1 angeboten werden (d. h., daß 5 alte Aktien zum Bezuge einer jungen berechtigen).

Nach einfacher Mischrechnung stellt sich dann der Wert des Bezugsrechts auf 100 %.

5 alte Aktien haben einen Kurswert von . .	45 000.— ℳ
1 junge Aktie einen solchen von	3 000.— ℳ
innerer Wert von 6 Aktien somit	48 000.— ℳ

Hiernach ist der Kurswert einer Aktie nach vollzogener Kapitalerhöhung 800 %, der Wert des Bezugsrechts, da 5 alte Aktien, deren Kurswert 900 % ist, zum Bezuge einer neuen Aktie zum Kurse von 300 % berechtigen, gleich 100 %. Hierbei lassen wir die Begebungskosten, weil für unsere Untersuchungen unwesentlich, unberücksichtigt, ebenfalls die durch die Ankündigungen des Bezugsrechtes mögliche Kursbeeinflussung.

Das Aktienkapital ist auf diese Weise auf 12 Millionen Mark angewachsen, und zwar stellt sich rechnerisch der Kurs der Aktien nach Ausübung des Bezugsrechtes auf ca. 800 %. Dem Reservefonds sind 4 Millionen Mark zugeflossen, nämlich das Agio in Höhe von 200 %.

2. Die Gesellschaft beschließt eine Kapitalerhöhung von 5 Millionen Mark nominal. Der Begebungskurs der jungen Aktien belaufe sich auf 120 %, und zwar werden die neuen Aktien den Aktionären derart angeboten, daß der Besitz von 2 alten Aktien zum Bezuge einer jungen berechtigt, also im Verhältnis 2 : 1.

Die in analoger Weise ermittelten Werte sind folgende: Das Bezugsrecht stellt sich auf 260 %, dem entspricht eine Kursminderung von ebenfalls 260 % auf 640 %. Den Reserven fließen in diesem Falle nur 1 Million Mark zu, da das Agio durch den Ausgabekurs von nur 120 % bei einem Kursstande der alten Aktien von 900 % nur sehr wenig ausgenutzt worden ist; das Aktienkapital ist in diesem Falle dagegen auf 15 Millionen Mark angewachsen.

In vielen Fällen hatten die Gesellschaften sogar gratis die neuen Aktien den Aktionären angeboten, was aus folgenden dem Plutus vom 18. 6. 1919, S. 216, entnommenen Aufsatz, der mit „Betriebsmittelverstärkung durch Gratisaktien“ überschrieben ist, hervorgeht: Die Vereinigten Kammerichschen und Belter u. Schneevogelschen Werke A. G. besaß im Juli 1919 2,5 Millionen Mark Aktienkapital und hatte 10 % Dividende an die Aktionäre gezahlt, außerdem

einen Bonus in Höhe von ebenfalls 10 % ausgeschüttet. Diese Sondervergütung wurde dadurch bewirkt, daß das Aktienkapital um 250 000 Mark erhöht und den Aktionären anheimgestellt wurde, auf 10 alte Aktien eine junge unter Anrechnung des Bonus zu beziehen. Es gelangten also Gratisaktien zur Ausgabe. Obwohl diese Transaktion mit dem Wunsch der Gesellschaft begründet wurde, ihre flüssigen Mittel zu verstärken, lag offensichtlich eine Kapitalverwässerung vor.

Die Gründe für diese Kapitalverwässerungspolitik von seiten der meisten Aktien-Gesellschaften lagen in erster Linie in steuerlichen und sozialpsychologischen Erwägungen. Die Rücksicht auf die Arbeiter und Angestellten, die sich in den Betriebsräten möglicherweise mit den Bilanzen befassen konnten, steigerten den Wunsch, hohe Nominalkapitale zu schaffen mit prozentual eingeschränkten Gewinnverteilungen. Vor dem Kriege war die Zuführung neuen Kapitals abhängig von den Leistungen der Unternehmungen und von ihren Zukunftsaussichten, wofür der wichtigste Gradmesser die Rentabilität war. Steigende Rentabilität einer Gesellschaft ließ darauf schließen, daß entweder die Gesellschaft in ihrer Branche etwas besonders Tüchtiges leistete, oder aber, daß ein wachsender Bedarf für die Erzeugnisse des Unternehmens vorhanden war. Die Rentabilität der Aktien-Gesellschaften spiegelte sich im Frieden im Kursstande der Aktien wieder. Die gesetzliche Bestimmung, daß Aktienemissionen unter pari verboten sind, war in der Inflation durch die Geldentwertung illusorisch geworden. Früher waren neue Aktien zu 100 % nicht unterzubringen, wenn die alten Aktien der betreffenden Gesellschaft an der Börse billiger angeboten wurden. Es konnten die Gesellschaften daher sich durch die Ausgabe neuer Aktien nur dann Geld verschaffen, wenn sie die früher erhaltenen Kapitalien angemessen verzinst hatten. Der Rentabilitätsgedanke bei Kapitalanlagen war in der Inflation zusammengebrochen. Die Gesellschaften paßten sich bei Kapitalinvestierungen einfach den Tagesbedürfnissen an.

Gewiß wird in vielen Fällen bei der Ausgabe neuer Aktien zu einem niedrigen Kurse auch das Moment der Placierung der jungen Aktien an der Börse mitgesprochen haben, besonders seit der Mitte des Jahres 1922 etwa, da infolge großer Geldknappheit der Effektenkredit von seiten der Banken sehr eingeschränkt worden war und die Käufe meistens in bar getätigt werden mußten. Die Ausgabe der neuen Aktien zu einem hohen Kurse hätte die Unterbringung

der jungen Aktien, wenn auch nicht gerade unterbunden, so doch zum Teil erschwert.

Die billigen Bezugsrechte wurden meistens als ein Geschenk für die Aktionäre angesehen und nur wenige begriffen, daß die Verwaltungen der betreffenden Gesellschaften den Aktionären das, was sie ihnen durch Ueberlassung billiger Aktien mit der einen Hand schenkten, mit der andern Hand wieder fortnahmen durch die Verminderung des Anteils der Einzelaktie an der Goldsubstanz des Unternehmens. Es setzten daher fast regelmäßig starke Kurssteigerungen in den Aktien der Gesellschaften ein, die ihr Kapital verwässerten, und zwar aus folgenden markttechnischen Gründen:

1. „Der nach Abschlag des Bezugsrechts eintretende Kursrückgang veranlaßte unerfahrene Interessenten zu der irrtümlichen Auffassung, daß die Aktien jetzt besonders billig seien. Durch die daraufhin erfolgenden Käufe wurden die Kurse schnell wieder hochgetrieben.

2. Die neuen Käuferkreise waren durch ihre geringe Kapitalkraft in erster Linie auf den Ankauf „billiger", d. h. niedrig im Kurs stehender Aktien angewiesen. Daher hatten die verwässerten „billigen" Aktien einen größeren Käuferkreis und wurden relativ besser bezahlt, als die „schweren" Aktien.

3. Die Banken, die im allgemeinen ein natürliches Interesse an möglichst hohen Kursen der Aktien ihnen nahestehender Gesellschaften hatten, führten ohne Aufwand eigener Mittel Käufe herbei, durch Weisung an ihre Schalterbeamten, dem anlagesuchenden Publikum die betreffenden Aktien zum Kaufe zu empfehlen. Das unerfahrene Nachkriegspublikum war wenig kritisch veranlagt und kaufte alles, was ihm empfohlen wurde. Die späteren unvermeidlichen Kursrückgänge gelangten meist nicht klar zum Bewußtsein der Käufer, da sie durch die inflationistische Steigerung der Papiermarkkurse verschleiert wurden."[1])

Den Ankauf guter und wenig verwässerter Aktien hatten die Banken noch dadurch erschwert, daß Kaufaufträge in Aktien unter 6000 Mark nominal nicht angenommen wurden.

Ein gesundes Anlagebedürfnis, herrührend aus der Neubildung von Kapital, wie wir es aus der Zeit vor dem Kriege kannten, fehlte in der Inflation. Die rege Nachfrage nach Aktien geschah in erster Linie zu Wertsicherungs- und Spekulationszwecken und war nicht immer gleich groß.

---

[1]) vergl. W e s t p h a l: „Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Kapitalverwässerung." Die Bank, Aprilheft 1925, Seite 204 ff.

Sobald eine Beruhigung der Devisenkurse eintrat, begannen die Aktien wieder an den Markt zurückzuströmen. Die Unterbringung der ungeheuren Mengen neugeschaffener Aktien konnte daher oft nur dadurch möglich gemacht werden, daß den Käufern ganz ungewöhnlich große Vorteile bei der Uebernahme der Aktien gewährt wurden.

Wir sehen also, daß die Gesellschaften bisweilen nicht anders konnten, als bei Kapitalerhöhungen ihre neuen Aktien zu einem billigen Kurse herauszugeben, besonders die Gesellschaften, welche schon oft ihr Kapital erhöht und dadurch den Kurs ihrer Aktien mehr und mehr gedrückt hatten. Immerhin hätte es sich aber in den meisten Fällen ermöglichen lassen, den Ausgabekurs der jungen Aktien der Geldentwertung und dem Kursstande der alten Aktien mehr anzupassen, wenn die Gesellschaften es gewollt hätten.

Unsere bisherigen Ausführungen haben gezeigt, auf welche Weise sich die Aktien-Gesellschaften in der Inflation neue Betriebsmittel zu beschaffen gesucht hatten und welche Gründe die Gesellschaften bewogen haben, ihr Kapital zu verwässern. Beide Momente, das der Kapitalbeschaffung und das der Kapitalverwässerung, spielen auch bei der Ausgabe von Vorrats- oder Verwertungsaktien, je nach dem zu welchem Zwecke sie geschaffen wurden, eine wesentliche Rolle in der Kapitalpolitik der Aktien-Gesellschaften.

2. Kapitalerhöhungen durch Ausgabe von Vorratsaktien unter ganzem oder teilweisem Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre.

Gründe der Vorratsemissionen und Beurteilung derselben vom Standpunkt der Gesellschaften und vom Standpunkt der Aktionäre.

Während bei den Kapitalerhöhungen zum Zwecke der Kapitalbeschaffung oder aus Gründen der Kapitalverwässerung die Aktionäre des Bezugsrechtes der jungen Aktien entweder zu einem billigen Kurse teilhaftig wurden, oder bisweilen die neuen Aktien gratis erhielten, behandeln wir nunmehr Kapitalerhöhungen, bei denen das Bezugsrecht der Aktionäre ganz oder teilweise ausgeschlossen worden war.

Es mögen hier einige Beispiele für Kapitalerhöhungsbeschlüsse angeführt werden, aus denen man Aktienemissionen auf Vorrat ersieht, wobei das Bezugsrecht der Aktionäre ganz oder teilweise ausgeschlossen war.

1. Vereinigte Kunstseide-Fabriken A. G., Frankfurt a/M.

Die Generalversammlung vom 19. 5. 1921 beschloß eine Kapitalerhöhung von 2 Millionen auf 10 Millionen Mark. Von den 8 Millionen neue Aktien wurden den Aktionären 6 Millionen im Verhältnis 1 : 3 zu 125 % angeboten. Die restlichen 2 Millionen wurden ohne weitere Erklärung von dem Bezugsrecht ausgeschlossen und blieben dem Aufsichtsrat zur weiteren Verfügung überlassen.

2. Weyersberg, Kirschbaum & Co. A. G., Solingen.

Im März 1922 wurde eine Kapitalerhöhung von 5 Millionen auf 12 Millionen Mark beschlossen. Den alten Aktionären wurden $2^1/_2$ Millionen zu 285 % angeboten. Die restlichen $4^1/_2$ Millionen stellten über $^1/_3$ des künftigen Gesamtkapitals und über die Hälfte der neuen Emission dar. Sie wurden zur Verfügung der Gesellschaft gehalten, ohne daß man auch nur den Aktionären die Bedeutung dieser Vorratsbewilligung erklärte.

3. Held u. Franke A. G., Berlin.

Am 16. 2. 1922 beschloß die Generalversammlung eine Kapitalerhöhung um 7 Millionen Mark Stammaktien, die den Stammaktionären im Verhältnis 2 : 1 angeboten wurden, ferner bei gleicher Generalversammlung eine solche um weitere 4 Millionen Mark Stammaktien zur freihändigen Begebung und Verwertung im Interesse der Gesellschaft[1]).

Wie wir aus diesen Beispielen erkennen, wurden hier also Aktien auf Vorrat geschaffen zur sogenannten „späteren Verwertung im Interesse der Gesellschaft", wie man sich allgemein auf den Generalversammlungen ausdrückte. Man nannte diese Aktien daher Vorrats- oder Verwertungsaktien. Ein typischer Fall für derartige Emissionen war auch der Generalversammlungsbeschluß der A. E. G. vom 15. 3. 1921 zur Beschaffung von 250 Mill. Mark neuer Stammaktien unter völligem Ausschluß des Bezugsrechtes der Aktionäre.

Den Aktienemissionen auf Vorrat lag an und für sich ein gesunder Gedanke zugrunde. Die Finanzierung der deutschen Aktien-Gesellschaften war in den Inflationsjahren durch die Ausgabe junger Aktien zu sehr billigen Kursen

[1]) vergl. Handbuch der deutschen Aktien-Gesellschaften.

vor sich gegangen. Die Aktionäre erhielten ein billiges Bezugsrecht über das andere. Wenn auch die Gesellschaften in den Jahren 1922/23 zum Teil dazu übergegangen waren, die neuen Aktien bei Kapitalerhöhungen zu etwas höheren Kursen auszugeben, so führte auch das nicht zu dem gewünschten Zweck, den Gesellschaften entsprechende Mittel zuzuführen, denn kein Bankenkonsortium konnte es wagen, Fest-Aktien (d. h. Aktien zu einem festen Preise) zu einem Kurse zu übernehmen, der dem Kursstand der alten Aktien entsprochen hätte, da bei der wechselvollen Verfassung der Börse die weitere Entwicklung der Kurse niemand voraussehen konnte. In der Tat war es in der Inflation so, daß fast jeder Beschluß der Aktien-Gesellschaften, ihr Kapital zu erhöhen, in dem Augenblick der Ausführung überholt war. Die von den Generalversammlungen genehmigten Ausgabekurse waren durch die Geldentwertung immer längst überholt in dem Augenblick, in dem das Geld in die Gesellschaften einfloß. Aus diesem Grunde war es, vom Standpunkt der Gesellschaften aus gesehen, praktischer, das Bezugsrecht auszuschließen und die Aktien im Falle eines Kapitalbedarfs zum bestmöglichsten Kurse zu verwerten.

Die Gesellschaften ließen die jungen Aktien von einem Konsortium meist zu pari übernehmen, das bei der Zeichnung der Aktien die Verpflichtung übernehmen mußte, dieselben nur im Einvernehmen mit Vorstand und Aufsichtsrat zu verkaufen und den Erlös an die Gesellschaften abzuführen. Das Konsortium war dabei auf eine Provision angewiesen, die von vornherein auf einen festen prozentualen Betrag des Verkaufspreises begrenzt war. Das Konsortium hielt also diese Aktien auf Vorrat zur Verfügung der Gesellschaften, war mithin lediglich Treuhänder derselben.[1])

Die Schattenseiten dieser Emissionspolitik bestanden edoch in einer zunehmenden Verwässerung des Aktienkapitals. Für die Aktionäre bedeutete die Vergrößerung des Aktienkapitals durch Vorratsemissionen einmal eine Minderung der Dividende, da der vom Reingewinn ausgeschüttete Betrag auf entsprechend mehr Aktiennominalbeträge zur Verteilung gelangte.

Es kam hierbei allerdings auf den Wortlaut des Gesellschaftsvertrages an; da die Vorratsaktien zum Teil nur mit 25 % eingezahlt worden waren, konnte eine Differenzierung hinsichtlich des Anspruches auf Dividende vorgesehen sein. § 214 HGB. besagt darüber folgendes:

---

[1]) vergl. K o e p p e l: Bankarchiv v. 15. 4. 1924, Nr. 14, Seite 175.

„Sind die Einzahlungen nicht auf alle Aktien in demselben Verhältnis geleistet, so erhalten die Aktionäre aus dem verteilbaren Gewinn vorweg einen Betrag von 4 % der geleisteten Einzahlungen resp. wenn der Gewinn dazu nicht ausreicht, einen entsprechend niedrigeren Satz. Der über 4 % hinausgehende Gewinn wird nicht nach Maßgabe der Einzahlungen sondern nach dem Nominalbetrage der Aktien verteilt. Im Gesellschaftsvertrage kann eine andere Art der Gewinnverteilung vorgesehen werden."[1])

Wenn dieses Moment auch erwähnenswert ist, so fiel diese durch die Vorratsaktien geschaffene Benachteiligung der Stammaktionäre nicht so sehr ins Gewicht, weil die Dividende bei der Auszahlung an die Aktionäre, die geraume Zeit nach ihrer Festsetzung erfolgte, meistens völlig entwertet war.

Die Benachteiligung für die Stammaktionäre bestand vielmehr darin, daß sich ihr Anteil am Vermögen, an der Goldsubstanz der Gesellschaften, mit der Zahl der Kapitalerhöhungen, da sie meist vom Bezugsrecht ausgeschlossen wurden, automatisch verminderte.

Nach dem Ende 1922 erschienenen Buch von Hans Wolf und Kurt Paul „Das Goldkapital der Industrie" hatten von 708 Aktien-Gesellschaften der verschiedensten Industriezweige, deren Aktien bereits vor dem Kriege an der Berliner Börse notiert wurden, nur noch 88 Gesellschaften Goldkapital, d. h. sie hatten seit dem Jahre 1916 ihr Aktienkapital nicht erhöht. Die Verfasser beginnen nach dem Vorwort des Buches mit dem Jahre 1916 mit der Aufzählung der Kapitalerhöhungen, weil in den Jahren 1914 und 1915 der innere Wert der Mark noch gleich dem Friedenswert war. 336 Gesellschaften hatten ihr Kapital 1- und 2 mal erhöht, die restlichen 3 mal und darüber.

Es ließe sich nach dem oben erwähnten Buch ein Index nach bestimmten Industriezweigen aufstellen, indem man innerhalb der einzelnen Industrien nach der Anzahl der Kapitalerhöhungen spezifiziert. Für unsere Untersuchungen erübrigt sich dies jedoch, um so mehr, als nicht immer aus den Kapitalerhöhungsbeschlüssen hervorgeht, welchen Zwecken die neuen Aktien dienten.

Die Vorratsaktien sind nicht nur für Betriebsmittelbeschaffung begeben worden, sondern spielten bei der industriellen Konzentrationsbewegung der Nachkriegsjahre eine

---

[1]) vergl. Passow: „Die Aktiengesellschaft." Seite 246.

große Rolle. Diese Ausführungen sollen einem besonderen Abschnitt vorbehalten bleiben.

Häufig dienten die Vorratsaktien ferner zum Schutze gegen Ueberfremdung.

Wir wollen nun zunächst das Ueberfremdungsproblem in Kürze behandeln und dann die Abwehrmaßnahmen der Gesellschaften gegen die Ueberfremdung.

3. Ueberfremdung der deutschen Aktien-Gesellschaften.

Begriff der Ueberfremdung und Beurteilung für unsere Aktien-Ges.

Kurz versteht unter „Ueberfremdung" „das Eindringen fremden ausländischen Kapitals in deutsche Unternehmungen in dem Umfange, daß das ausländische Kapital dabei zum beherrschenden Faktor wird."[1])

Die Gefahr einer Majorisierung des Aktienkapitals war in den Inflationsjahren außerordentlich groß. Infolge der zunehmenden Verschlechterung unserer Valuta war das Ausland in der Lage, zu Spottpreisen mit seiner guten Valuta deutsche Effekten zu erwerben.

Der Wert einer Aktie (ℳ 1000.— nominal) von nachstehenden 7 Gesellschaften betrug z. B. in Dollar umgerechnet:

	1914	1920	1921	1922
	25. 7.	31. 12.	31. 12.	31. 12.
	= 4,20 ℳ	= 74,— ℳ	= 184,— ℳ	= 7500,— ℳ
Ver. Bochumer Gußstahl	474,50	74,54	54,07	31,46
Harpener Bergb.	388,10	74,79	68,20	80,66
Ver. Königs- u. Laurahütte	309,30	52,97	42,72	16,66
Phönix Bergb.	504,—	88,54	55,43	28,66
Oberschles. Eis.-Ind. A.G.	154,70	43,20	45,85	12,53
Riebeck Montan Werke	382,30	63,51	65,10	47,—
Badische Anilin- u. Sodafabr.	1176,—	77,02	35,27	11,62[2])

Aus diesen Zahlen können wir deutlich ersehen, daß

[1]) Kurz: „Die Ueberfremdungsgefahr d. dtsch. Akt.-Ges. und ihre Abwehr." Seite 1. Vergleiche auch Aerxleben: „Die Akt.-Ges. im Kampfe gegen die Ueberfremdung", Der Tag v. 4. 5. 1921, Nr. 103, u. Jung: „Maßnahmen d. Akt.-Ges. gegen Ueberfremdung."

[2]) vergl. Mattersdorf a. a. O. Seite 137.

damals die deutschen Effekten sehr billige Anlagewerte waren.

Bei einigen Gesellschaften hatten die Aktienkäufe von seiten des Auslandes tatsächlich zu einer Majorisierung des Aktienkapitals geführt. Die beiden deutschen Oelfabriken, die Bremen-Besigheimer Oelfabriken und die Oelfabrik Groß-Gerau, Bremen, außerdem die Ueberfremdungsaktionen gegen die Phönix A. G. für Bergbau und Hüttenbetrieb in Hoerde in den Jahren 1920/21 mögen hier angeführt werden.

In beiden Fällen ging die Ueberfremdung von holländischem Kapital aus.

Beim Phönix gelang es der Koninklijke Nederlandsche Hoogovens en Staalfabrieken im Haag durch umfangreichen Aktienerwerb sich einen Einfluß zu sichern. Dieser äußerte sich in der Zuteilung von Aufsichtsratsposten an die holländische Gesellschaft entsprechend ihrer Kapitalbeteiligung. Außerdem verpflichtete sich der Phönix mit seinen Erfahrungen dem Bau eines Hochofenwerkes in Holland durch die holländische Gesellschaft zur Seite zu stehen.

Urheber der Ueberfremdungsaktion gegen die beiden deutschen Oelfabriken war der holländische Margarinetrust. In den Generalversammlungen der Bremen-Besigheimer Oelfabriken und der Oelfabrik Groß-Gerau waren die Versuche der Verwaltungen, Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht zum Schutze gegen Ueberfremdung auszugeben, gescheitert. Es hatte sich herausgestellt, daß bereits so wesentliche Teile des Aktienkapitals in holländischem Besitz übergegangen waren, daß die erforderliche Mehrheit für den Beschluß zur Ausgabe der Schutzaktien nicht mehr aufgebracht werden konnte[1]).

Als letztes Beispiel erwähnen wir noch die F. Thörls Vereinigte Harburger Oelfabriken. Auch bei dieser Gesellschaft war die Kontrolle bereits auf den holländischen van den Bergh Margarine-Konzern durch Aktienmajorität übergegangen[2]).

Immerhin waren diese Fälle einer wirklichen Ueberfremdung deutscher Gesellschaften durch das Ausland vereinzelt geblieben. Es mag dies zum Teil an den Schutzmaßnahmen von seiten der Verwaltungen gegen Ueberfremdungen gelegen haben, die sie in der Schaffung von Schutzaktien (Mehrstimmrechts- und Vorratsaktien) ergriffen, zum wesentlichsten Teil aber daran, daß den Be-

[1]) vergl. Polthier: Industrielle Kapitalerhöhungen d. Nachkriegszeit, Seite 99; Plutus: „Phönix" v. 24. 3. 1920, Seite 105.

[2]) Plutus: „Ueberfremdung" v. 15. 1. 1920, Seite 26.

teiligungen des Auslandes weniger Ueberfremdungsabsichten, als spekulative Tendenzen zugrunde gelegen haben.

Bei der Beurteilung einer ausländischen Kapitalbeteiligung an deutschen Unternehmungen auf ihre wirtschaftliche Bedeutung hin ist es notwendig, zunächst zwischen Renten- oder Leihkapital und Anlage- oder Unternehmungskapital zu unterscheiden, wobei das erstere lediglich auf den Zinserwerb ausgeht, ohne die Absicht, irgendwie auf das betreffende Unternehmen einen Einfluß zu gewinnen, während wir unter Anlage- oder Unternehmungskapital das in wirtschaftlichen Unternehmungen „werbend angelegte Vermögen" zu verstehen haben, dessen Besitzer dadurch einen mitbestimmenden oder leitenden Einfluß auf diese Unternehmungen gewinnen wollen.

„Gelangt das ausländische Kapital als Rentenkapital in eine Gesellschaft, so wirkt es, solange es nicht die Grenze erreicht, bei der es Unternehmungskapital wird, wie jede Kapitalbefruchtung vorteilhaft, da es lediglich eine sichere Anlage sucht und auf Zinserwerb abgestellt ist. Der Zinsbetrag, der dann ins Ausland fließt, ist minimal dem Vorteil gegenüber, den das investierte Kapital dem betreffenden Unternehmen bringt. Erreicht jedoch die betreffende ausländische Kapitalanlage einen solchen Umfang, daß eine Anteilsmajorisierung zu erwarten ist, dann tritt im allgemeinen zwar kein absoluter privatwirtschaftlicher Nachteil für den Betrieb ein, aber das Werk beginnt sich der nationalwirtschaftlichen Tendenz zu entfremden, es entzieht sich der Machtsphäre der heimischen Volkswirtschaft, der es nur noch dem Namen nach angehört. Wo die Grenze zwischen ausländischem Renten- und Unternehmungskapital zu ziehen ist, läßt sich schwer sagen, da die Anlageabsicht häufig verschleiert ist."[1])

In den Inflationsjahren hatten wir es in den wenigsten Fällen mit Rentenkapital zu tun, da dieses bei der zunehmenden Markverschlechterung seinen Vorteil nicht im Zinsgenuß an deutschen Werten sah, sondern mit Unternehmungskapital, vor allem aber mit Kapital, das zur vorübergehenden spekulativen Anlage benutzt wurde und mit solchem, das eine Konvertierung von Markguthaben in Aktien darstellte. Diese letzte Art der ausländischen Kapitalanlage stellte lediglich die bekannte Erscheinung der „Flucht vor der Mark in die Sachwerte" dar; nur um den enteignenden Wirkungen der Markentwertung wenigstens

---

[1]) vergl. E. Haase: „Das Eindringen ausländischen Kapitals in das deutsche Wirtschaftsleben." Die Bank, Febr. 1920, Seite 116.

einigermaßen zu entgehen, wandelten die Auslandskapitalisten ihre Markguthaben in Aktienbesitz um. Nicht Gewinnerzielung, sondern Verlustverringerung war hier das Handlungsmotiv. In manchen Fällen nutzte das Ausland den Tiefstand der deutschen Valuta in der Form der Kapitalsanlage aus, um auf diese Weise Zahlung für Waren- und Rohstofflieferungen zu erhalten, die man gegen deutsche Banknoten und Darlehnskassenscheine nicht mehr liefern wollte. „So wurden zum Beispiel im September 1919 an der Berliner Börse von Firmen, die den Einfuhr- und Schmuggelhandel über das besetzte Gebiet betrieben, neben amerikanischen Eisenbahnaktien ganz besonders die Aktien der am deutsch-rumänischen Petroleumverkehr beteiligten Gesellschaften, ferner die im Auslande hochgeschätzten Anilinwerte aufgekauft. Starke Käufe von Schweizer Seite, hinter denen südamerikanische Auftraggeber vermutet wurden, haben in Deutsch Uebersee-Elektr.-Aktien stattgefunden."[1])

Im Anschluß hieran ist es interessant, zu untersuchen, wie sich die Rentabilität eines ausländischen Kapitalisten, der sich an deutschen Aktien-Gesellschaften beteiligte, in der Inflation gestaltete. Wir stellen unsere Untersuchungen zunächst bei jenen ausländischen Kapitalbesitzern an, deren Kapital als Rentenkapital[2]) in deutschen Unternehmungen investiert wurde. Ausländisches Kapital wird sich nur von hochqualifizierten Werten angezogen fühlen. Wir werden daher für 1921 eine Dividende von 50 % für die betreffende Gesellschaft annehmen können. Ein Engländer hat also beispielsweise im Jahre 1921 ein Aktienpaket von 100 Stück zum Kurse von 1000 % erworben und dafür 1 Million Mark gezahlt; bei einem Auguststande des Pfunds von 300 mußte der Engländer eine Kaufkraft von 3333 Pfund hergeben. Nach Ablauf des ersten Beteiligungsjahres hat er eine Dividende von 50 % ausgezahlt erhalten, d. h. er hat die erwarteten 50 000.— ℳ erhalten, nicht aber, und das ist für ihn als Konsumenten im englischen Wirtschaftskörper das Entscheidende, auch die erwarteten 167 Pfund Kauf-

---

[1]) vergl. Haase a. a. O., Seite 117.

[2]) Obwohl das Kapital hier, theoretisch gesehen, Unternehmungskapital ist, behalten wir die Bezeichnung Rentenkapital bei, da es lediglich auf Zinserwerb in Form der Dividende abgestellt ist und keinen mitbestimmenden Einfluß auf die betr. Gesellschaft auszuüben sucht (vergl. S. 29 oben). Eine Untersuchung über die Rentabilität eines ausländichen Kapitalisten, der sein Kapital in festverzinslichen Werten angelegt hat, kann insofern nicht angestellt werden, als diese Werte in der Inflation so gut wie gar nicht gekauft wurden, weil ihre Verzinsung nicht annähernd derjenigen der Dividenden-Werte gleichkam, hier also eine Rentabilität von vornherein ausgeschlossen war.

kraft; denn versuchte er, die nun empfangenen Papiermarkwerte im Betrage von 50 000.— Mark in sein Währungsgeld zu konvertieren, so erhielt er bei einem Pfundkurs von 4500.— Mark (August 1922) nur den fünfzehnten Teil von 167 Pfund, also 11,13 Pfund. Sein am deutschen Aktienmarkt investiertes Kapital hat sich also nicht mit 5,1 %, wie voranzuschlagen war, verzinst, sondern nur mit 0,33 %.

Man könnte nun einwenden, der ausländische Kapitalist hätte seinen Aktienbesitz veräußern können, wenn die Rente zur Unzufriedenheit Anlaß gäbe. Hierzu war er aber gar nicht in der Lage. Wir gehen damit von der Rente der Aktie auf ihren Kurs über und kommen auf die zweite Gattung ausländischer Kapitalbeteiligung zu sprechen, nämlich auf die reine Spekulation, die lediglich aus den Kursschwankungen Profite zu ziehen trachtete.

Der Engländer, der im August 1921 das Aktienkapital für 1 Million Mark = 3333 Pfund erworben hatte, mußte im August 1922 15 Millionen Mark aus dem Erlös erzielen, um nur 3333 Pfund zurückzuerhalten, d. h. der Kurs der Aktie mußte auf 15 000 % gestiegen sein. Selbst unter Berücksichtigung aller Kapitalverwässerungen und Bezugsrechtsabschläge hatte diesen Kurs kein deutsches Aktienpapier, auch nicht, wenn es seinerzeit bereits 2 oder 3000 gestanden hätte, erreicht. Praktische Beispiele mögen diese Ausführungen unterstützen.

	1921				1922					
	1. 8.	2. 9.	29. 9.	28. 11.	20. 1.	20. 4.	20. 6.	20. 7.	8. 8.	18. 8.
er	638	749 ½	955	1560	1433	1850	1790	2435	5100	4925
. . . . .	278 ½	394 ½	630	1140	**625**[1])	863	580	681	835	1000
rg-Nürnberg	790	805	898 ½	1465	1245	1250	745	919	1200	1300
ilin	409 ¾	524 ¾	560	915	598	790	722	830	899	1025
& Halske.	356	500	735	1004	805	990	953	1055	1425	1640
Kammgarn .	860	1203	1825	2545	2000	2200	1511	2132	2280	3035
Lloyd. . .	152 7/8	232 ¾	328	675	**324**[2])	357	292 ½	326 ¾	350	494 ½
g. London .	289	327	459 ½	1095	832 ½	1242 ½	1402 ½	2240	3405	5150

[1]) abzügl. **200** % Bezugsrecht. [2]) abzügl. **78** % Bezugsrecht[1].)

In die Tabelle sind absichtlich zwei Werte von Unternehmungen aufgenommen worden, bei denen Kapitalerhöhungen Ende 1921 vorgenommen wurden, um zu zeigen, wie diese Papiere nach dem Bezugsrechtsabschlag besonders zurückgeblieben waren. Für das Jahr 1922 ist immer die

[1]) Die Zahlen sind nach dem Kursblatt des Berl. Börsen-Courier zusammengestellt.

Monatsmitte als Stichtag gewählt worden, um die Untersuchung nicht durch Ultimoregulierungen zu verzerren. Wie eine Prüfung dieser Tabelle ergibt, waren die Aussichten auf eine wirkliche Gewinnerzielung für den Ausländer fast zu jeder Zeit sehr gering. Selbst während der Herbsthausse 1921 waren die aus den enormen Kurssteigerungen der Aktien gezogenen Profite durch die permanente Markentwertung stets wieder illusorisch geworden. In der Periode vom 1. August bis 28. November 1921 war das englische Pfund um das 3,8 fache gestiegen, Harpener dagegen hatte sich nur um das 2,4 fache erhöht, Augsburg-Nürnberg um das 1,8 fache, Badische Anilin um das 2,2 fache, Siemens u. Halske um das 2,8 fache, Stöhr um das 2,9 fache, jedoch Caro um das 4 fache und Norddeutscher Lloyd um das 4,4-fache. Hatte also der Engländer am 1. August 1921 ein Aktienpaket von 100 Stück Siemens u. Halske zu 356 % erworben und es am 28. November zu 1004 veräußert, so hatte er am 1. August 356 000.— ℳ = 1232 Pfund dafür gezahlt und am 28. November 1 000 400.— ℳ = 916 Pfund dafür bekommen, hatte also einen Verlust von 316 Pfund zu verzeichnen. Bei Harpener, Augsburg-Nürnberg und Badische Anilin war das Ergebnis noch ungünstiger. Die Spekulation in Caro verlief etwas glücklicher. Ein Caro-Paket von 100 Stück Aktien kostete am 1. August 278 000.— Mark = 962 Pfund und erbrachte am 28. November 1 140 000.— Mark = 1041 Pfund, der Gewinn bezifferte sich also auf 79 Pfund. Erst eine Steigerung, wie sie sich bei Norddeutschen Lloyd vollzogen hatte, dürfte für das Auslandskapital am deutschen Aktienmarkt einigermaßen rentabel gewesen sein. Obiges Beispiel illustriert das Wesen eines langfristigen Spekulationsgeschäftes, das sich über 4 Monate erstreckte. Bei kurzfristigen Spekulationen war der Effekt derselbe. Verhältnismäßig am günstigsten hatte sich die Periode vom 1. August 1921 bis 2. September 1921 gestaltet; während dieses Zeitraumes waren Caro u. Siemens u. Halske um das 1,4 fache, Harpener um das 1,17 fache, das Pfund aber nur um das 1,13 fache gestiegen. Hier ließen sich also für den Ausländer echte Gewinne erzielen. In den folgenden Epochen verlangsamte sich das Tempo der Aktienkurssteigerungen gegenüber dem der Devisensteigerungen immer mehr und damit hatte sich auch die Rentabilität des deutschen Aktienmarktes für das ausländische Kapital verschlechtert. Einer Verteuerung des englischen Pfunds vom Januar bis September 1922 ca. um das 6 fache konnte keine ähnlich geartete Kursbesserung am Aktienmarkt an die Seite treten. Kaum ein Papier hatte eine Verdoppelung

erfahren, geschweige denn eine Versechsfachung. Erst vom September 1922 bis zur Stabilisierung gestaltete sich die Spekulation für den Ausländer günstiger, da das Kursniveau der Aktien dem der Devisen allmählich folgte.

Zum Schluß dieser Ausführungen können wir feststellen, daß für den ausländischen Kapitalisten die Rentabilität am deutschen Aktienmarkt während der Inflation stets sehr gering war, meistens sogar eine Kapitalbeteiligung, soweit es sich um Renten- und Spekulationskapital handelte, unrentabel war. Trotzdem war die Gefahr einer Ueberfremdung der deutschen Industrie außerordentlich groß, da das ausländische Kapital als Unternehmungskapital zu uns gelangen konnte. War auf diese Weise eine Anteilsmajorisierung erreicht, so konnte der ausländische Kapitalist das seinem Einfluß unterworfene deutsche Werk zur Bekanntgabe bisher geheim gehaltener Arbeitsmethoden und Betriebsverfahren sowie zur Ueberlassung von Patenten und Lizenzen zwingen. Außerdem bestand die Gefahr, wenn es sich bei der Ueberfremdung um ein ausländisches Konkurrenzunternehmen handelte, daß die in Deutschland gelegenen Werke zur Ausschaltung der Konkurrenz stillgelegt und ihre Anlagen veräußert wurden. Sollte der Ausländer das ausschlaggebende Aktienpaket selbst zu einem hohen Preise erworben haben, so hätte sich ein derartiger Kauf bezahlt gemacht, wenn er dadurch eine Monopolstellung in einem bestimmten Wirtschaftszweig erlangen konnte.

Bei der Bewertung einer ausländischen Kapitalbeteiligung spricht vor allen Dingen die Stellung mit, die der betreffenden Unternehmung in dem Gesamtaufbau der deutschen Wirtschaft zukommt. Z. B. waren die Chemische Industrie, die Montan-Industrie, die Schiffahrts-Gesellschaften und andere vor Ueberfremdung durch das Ausland in der Inflation in erster Linie zu schützen, da gerade bei diesen Industrien eine Unterstellung unter ausländische Interessenpolitik volkswirtschaftlich wenig erwünscht war.

Wie sehr Schutzmaßnahmen gegen ausländische Ueberfremdung bei der Chemischen Industrie z. B. notwendig waren, wird klar, wenn wir eine dem Berliner Börsenkurier vom 21. 2. 1919 entnommene Notiz über die Farbstoffnot der Entente anführen. Danach produzierten vor dem Kriege nach amerikanischer Berechnung an Teerfarbstoffen: „Deutschland 74,1 %, Schweiz 7,0 %, England 6,5 %, Frankreich 5,4 %, Vereinigte Staaten 3,3 %.“ Aus diesen Zahlen geht deutlich hervor, daß Deutschland vor dem Kriege in diesen Produkten die absolute Weltherrschaft

hatte und noch hat. In den ersten beiden Kriegsjahren zehrte die Entente noch an den beträchtlichen Vorräten, dann aber kam der fühlbare Mangel, zunächst in den Vereinigten Staaten, wo zeitweilig die Textil-Industrie Amerikas vor der Stillegung stand. Man half sich mit natürlichen Farbstoffen (Krapp, Farbhölzer usw.). Als das nicht genügte, ging man an die Gründung einer großen Anzahl eigener Farbstoffabriken. Die Rohstoffe fehlten nicht, wohl aber die wissenschaftlich und praktisch geschulten Chemiker, die man sich nunmehr aus der Schweiz „verschrieb". Es steht fest, daß die zu Kriegsbeginn sehr bescheidene Zahl von 6 Unternehmungen mit 300 bis 400 Arbeitern und einer Tonnenerzeugung von 3000 jährlich bis Ende 1918 auf 50 Teerstoffabriken mit einer Jahresproduktion von 35 000 Tonnen gestiegen ist. Die Anilin-Industrie soll auch den Grundstock für die Entwicklung breiter Zweige der Chemischen Industrie abgeben. Aber trotz alledem wird jetzt schon ganz offen zugegeben, daß keine Tarifmauer der deutschen Farbindustrie den Eingang wird wehren können. Es gäbe z. B. einzelne Farben, die Deutschland für weniger als 1 Dollar das Pfund herstellte, während dieselbe Farbe in Amerika 7 bis 15 Dollar koste. Daraus ist zu entnehmen, daß trotz aller Maßnahmen gewisse Farben den Amerikanern verschlossen bleiben oder doch nur in minderwertiger Qualität hergestellt werden können. Ganz ähnlich liegen die Verhältnisse in England, Frankreich und Italien, wo man sich zwar ebenfalls „verselbständigt" hat, ohne jedoch infolge des Mangels geübter Chemiker nennenswerte Erfolge zu erzielen."

Während wir bisher vorwiegend von den Gefahren und Nachteilen einer ausländischen Kapitalbeteiligung für die deutsche Wirtschaft gesprochen haben, möchten wir nun, wie oben bereits angedeutet, auch die guten Wirkungen derselben erwähnen. Unsere Betrachtungen müssen dabei von der Lage des deutschen Kapitalmarktes ausgehen, die wir vorher während des Krieges und nach demselben bereits behandelt haben. Wir kommen kurz darauf zurück. Die ungeahnte Steigerung aller Betriebskosten, das sprunghafte Anziehen der Preise, der nachlassende Arbeitswille bei verkürzter Arbeitszeit machten Kapitalerhöhungen bei allen Gesellschaften in schneller Folge erforderlich.[1]) Infolge der Flüssigkeit des deutschen Geldmarktes in den Jahren 1920 und 1921 waren die Kapitalerhöhungen von seiten der

[1]) Wir verweisen auf die Statistik über den Kapitalanspruch der deutschen Industrie, S. 13 u. 18 dieser Arbeit.

deutschen Aktien-Gesellschaften leicht durchzuführen, da die jungen Aktien infolge ihres niedrigen Ausgabekurses ohne Schwierigkeiten placiert werden konnten. Die Börsengeschäfte am Aktienmarkt erschienen außerordentlich rentabel, da es fast ökonomisches Gesetz geworden war, daß jeder Devisensteigerung die Effektenkurse folgten. Mit Beginn des Jahres 1922 aber änderte sich das Bild von Grund auf. Die Steigerungen der Aktienkurse waren verhältnismäßig größer bei schwacher Devisentendenz als bei fester.

Worin war der Grund hierfür zu erblicken? Der Kausalzusammenhang zwischen Geldentwertung und Sachwertsteigerung bestand natürlich unvermindert fort. Die Trägheit der Aktienkurse vom Januar 1922 bis etwa September 1922 vor allem konnte daher nur als eine Verschiebung der Kaufkraftverhältnisse im Börsengeschäft angesehen werden. Der inländische Geldmarkt litt infolge der fortschreitenden Preissteigerung an außerordentlicher Verknappung, da die Notenpresse den Bedarf an Zahlungsmitteln nicht befriedigen konnte. Gerade in dieser und den folgenden Perioden der Jahre 1922 und 1923 hatte die Beteiligung des Auslandes am deutschen Aktienmarkt befruchtend und belebend gewirkt. Im Interesse der Aufrechterhaltung des Produktionsapparates im gleichen Umfange konnten uns die ausländischen Beteiligungen nur nutzbringend sein, wenn es sich auch dabei nicht vermeiden ließ, daß das ausländische Kapital nicht als Leihkapital zu uns gelangte, sondern zum Teil als Unternehmungskapital Eingang suchte. Bei wachsender finanzieller Verflechtung des Auslandes mit deutschen Unternehmungen wiederum bestand eine Zunahme des Interesses an der deutschen Industrie.

In der ersten Zeit nach Ausgang des Krieges war eine schroffe Ablehnung jeder ausländischen Kapitalbeteiligung verständlich, da man sich noch nicht an den Gedanken gewöhnen konnte, daß unsere Niederlage und die erlittene Schwächung auf dem Weltmarkte als wirtschaftliche Großmacht eine weitgehende Umbildung unseres Wirtschaftslebens erforderlich machen würde, zumal wir den Umfang der Wiedergutmachungs-Leistungen nicht annähernd abzuschätzen in der Lage waren. Hinzu kam noch die beständige Furcht und Ungewißheit über die Gestaltung der innerpolitischen Verhältnisse, die zu einer Ueberschätzung der Ueberfremdungsgefahr führten; denn, wie wir weiter oben gesehen haben, finden wir einen ausschlaggebenden sichtbaren ausländischen Einfluß nur in wenigen Industriezweigen.

Die Verwaltungen vieler deutschen Gesellschaften gingen

sogar so weit, daß sie ihre Unternehmungen nicht nur gegen Ueberfremdungen von seiten des Auslandes schützen wollten, sondern auch gegen solche, die von deutscher Seite erfolgten. Die Verwaltung der Orenstein u. Koppel A.-G. z. B. stellte sich auf den Standpunkt, daß es als Merkmal für die Gefahr einer Ueberfremdung genüge, wenn von irgendeiner deutschen Seite erhebliche Mengen der Aktien der Gesellschaften aufgekauft werden[1]). Wir gelangen somit zu der Definition Bernfelds[2]), der unter Ueberfremdung „eine durch Aktienaufkäufe ermöglichte, gegen den Willen der bisherigen Verwaltung erfolgende und zumeist gegen die Interessen der betreffenden Gesellschaft gerichtete Einflußnahme von Inländern oder Ausländern auf ein in Aktienform betriebenes Wirtschaftsunternehmen" versteht.

Es darf nicht verkannt werden, daß auch in der Ueberfremdung von „innen" für die Weiterentwicklung einer Aktien-Gesellschaft und damit allgemein volkswirtschaftliche Gefahren lagen, die darin bestanden, daß plötzlich durch Majorisierung des Aktienkapitals andere Personen an die Spitze einer Gesellschaft kamen, die mit der Geschäftsführung nicht so gut vertraut waren und sein konnten. In den Jahren 1920 und 1921 hatten bereits die meisten deutschen Aktien-Gesellschaften Schutzmaßnahmen gegen die Ueberfremdung von außen und innen durch Schaffung von Mehrstimmrechts- und Vorratsaktien getroffen. Wenden wir uns im nächsten Abschnitt zuerst den Mehrstimmrechtsaktien zu.

4. Schutzmaßnahmen der Aktien-Gesellschaften gegen Ueberfremdung.

a) Mehrstimmrechtsaktien als Schutzaktien.

α) Allgemeines über die neuen Aktiengattungen.

aa) Vorzugsaktien als Schutzaktien.

Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht sind zwar an und für sich keine Neuerscheinung der Inflation, vielmehr besaßen sie einige Gesellschaften bereits vor dem Kriege,

[1]) vergl. Plutus: v. 8. 12. 1920, Seite 387, ferner Abendausgabe d. Berl. Börsen-Zeitg. v. 11. 12. 1920 und Handelsztg. d. Berl. Tageblatts v. 11. 1. 1921.

[2]) Bernfeld: „Ueberfremdung und Ueberfremdungsabwehr." Die Bank, Okt. 1924, Seite 563.

so z. B. die Oelfabrik Gr.-Gerau in Bremen[1]), die Howaldtswerke in Kiel[2]), die ehemaligen Westfälischen Stahlwerke in Bochum und die Breslauer Spritfabrik A. G.[3]). Regelmäßig in Deutschland gelangten diese Aktien jedoch erst nach dem Kriege bei den Gesellschaften zur Ausgabe, und zwar traten sie zuerst im November des Jahres 1919 bei dem Anilin-Konzern in Erscheinung. Im Dezember 1919 folgten die Pulvergruppe und die Schiffahrts-Gesellschaften, sowie eine große Anzahl anderer Gesellschaften[4]). Die Vorzugsaktien allgemein, nicht nur diejenigen mit mehrfachem Stimmrecht, waren vor dem Kriege aus einer gewissen Not der Gesellschaften heraus entstanden, und zwar lag der Grund für ihre Entstehung bis auf wenige Fälle, z. B. bei der Bergwerks-Gesellschaft Hibernia[5]) in erster Linie in der Kapitalbeschaffung. Da die Zahlungspflicht der Aktionäre dem Wesen der Akt.-Ges. als reiner Kapitalvereinigung nach mit der einmaligen Kapitalleistung auf ihre Anteile erschöpft ist, rechtlich also ein Zwangsmittel fehlte, um die Mitglieder zu neuen Leistungen anzuhalten, schuf die Praxis in der Vorzugsaktie einen Ersatz für den Mangel einer Nachschußpflicht. Die betreffenden Aktionäre sahen sich dann in der Regel genötigt, entweder auf ihre alten Aktien, die ganz erheblich unter pari standen, Zuzahlungen zu leisten, so daß also die Stammaktien in Vorzugsaktien verwandelt wurden, oder die neuen Aktien zum Nennwert, bisweilen sogar mit Aufgeld zu übernehmen. In solchen Fällen hätten also die Aktionäre, die mehrstimmige Vorzugsaktien besaßen, auch größere Kapitalleistungen als die übrigen gemacht. Den betreffenden Gesellschaften war auf diese Weise in zweifacher Hinsicht gedient, einmal wurde ihnen neues Kapital zugeführt, zum andern besaßen sie Schutzaktien gegen Ueberfremdung, da die Inhaber der mehrstimmigen Vorzugs-Aktien Großaktionäre waren, die der Verwaltung angehörten.

Eine weitere Möglichkeit zur Schaffung der Vorzugsaktien bestand in der Kapitalerhöhung, denn neue Stammaktien konnten, wenn die alten unter pari standen, nicht ausgegeben werden. Auch auf diese Weise wurde den Gesellschaften bei der Ausübung des Bezugsrechtes durch die Aktionäre neues Kapital zugeführt.

---

[1]) Schmalenbach: „Finanzierungen", Seite 232.
[2]) Handbuch d. dtsch. Akt.-Ges., 1914/15, I, Seite 1217.
[3]) Schmalenbach a. a. O. Seite 206 u. 217.
[4]) Kleist: „Die ausländ. Kapitalbeteiligungen in Deutschland" Seite 237; ferner Frank-Fahle: „Die Stimmrechtsaktie", S. 20 ff.
[5]) Hier dienten sie ausschließlich dem Schutze gegen Ueberfremdung.

In all den angeführten Fällen, in denen vor dem Kriege Vorzugsaktien begeben wurden, mußten die Gesellschaften den Aktionären etwas Besonderes gegenüber den Stammaktien bieten, um den Erwerb der Aktien möglichst reizvoll zu gestalten. Dies taten die Gesellschaften dadurch, daß sie die Aktien mit besonderen Vorrechten, wie erhöhte Vorzugsdividende und Vorrechte bei einer evtl. Liquidation der betr. Gesellschaften, ausstatteten. Wenn die Dividende auch meist limitiert war, in der Regel 5 bis 8 v. H., so lag in der Garantie derselben doch ein erheblicher Vorteil. So war die Bezeichnung Prioritäts- oder Vorzugsaktien vor dem Kriege entstanden.

In der Nachkriegszeit traten die Kapitalbeschaffungsgründe bei der Ausgabe der Vorzugsaktien vollständig in den Hintergrund; sie dienten ausschließlich Schutzmaßnahmen, daher war auch das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen und ihr Ausgabekurs willkürlich. Auf die Erzielung des bestmöglichsten Preises legten die Verwaltungen der Aktien-Gesellschaften keinen Wert. Häufig erfolgte die Ausgabe sogar zum Nennbetrage bei einer Einzahlung von nur 25 %, was gemäß § 195, Abs. 3 HGB. zulässig ist, nicht selten trug die Gesellschaft selbst die Kosten der Ausgabe.

Da es nach § 252, Absatz 1, Satz 4 des HGB. zulässig ist, den Aktien der einen Gattung ein höheres Stimmrecht zu gewähren, als den Aktien einer anderen Gattung, in der Gewährung dieses erhöhten Stimmrechtes allein aber noch keine besondere Aktiengattung zu erblicken ist[1]), was auch aus § 185 HGB. hervorgeht[2]), vielmehr noch andere Vorrechte in Frage kommen müssen, so stattete man die Vorzugsaktien neben dem erhöhten Stimmrecht im allgemeinen

---

[1]) vergl. Staub: Kommentar zum HGB. § 252 Anm. 11; ferner Planitz: Die Stimmrechtsaktie, S. 35.

[2]) In § 185 des HGB. heißt es: „Im Gesellschaftsvertrage können für einzelne Gattungen von Aktien verschiedene Rechte, insbes. inbetreff der Verteilung des Gewinnes oder des Gesellschaftsvermögens festgesetzt werden." — Das Gesetz will besagen, daß durch die Verteilung verschiedener Rechte eine Aktiengattung erst begründet wird. Welcher Art nun diese verschiedenen Rechte sein können, bestimmt sich nach der Regelung im einzelnen Falle. Es kann die Verschiedenheit sowohl in einer verschiedenen Berechtigung an der Dividende oder des Vermögens, als auch im Stimmrecht liegen (Staub: Kommentar § 185, Anl., S. 802). Unzulässig jedoch sind Bevorzugungen hinsichtlich der Rechte, die das Gesetz aus Gründen des öffentlichen Rechts grundsätzlich allen Aktionären gleichmäßig gewährt (Staub: Kommentar § 185 Anm. 2, S. 803). Mithin ist das Stimmrecht allein nicht zur Begründung einer besonderen Gattung von Aktien ausreichend (§ 252 Abs. 1, Satz 2 HGB.). Vergl. auch Passow: „Die Aktiengesellschaft", S. 240.

mit einer 4—6 %igen, meist kumulativen Vorzugsdividende, die größtenteils limitiert war, Prioritäten bei Liquidation der Gesellschaften und treuhänderischer Gebundenheit aus[1]). Die Priorität bei der Gewinnverteilung war schon deshalb vorgesehen, weil hierdurch nach der herrschenden Meinung die Vorzugsaktie erst begründet wurde[2]).

Daß man die Ueberfremdungsaktien immer als Vorzugsaktien ausstattete, war an sich nicht nötig, man konnte auch ohne eigentliche Vorzugsaktien, d. h. ohne prioritäre Dividende leistungsfähige Schutzaktien schaffen. Die Hannoversche Immobilien-Gesellschaft A. G. begab 1920 neue Aktien ohne Vorzug bei der Gewinnverteilung mit mehrfachem Stimmrecht. Sie bezeichnete diese Aktien allerdings auch im Gegensatz zu den üblichen Formen als Vorzugsaktien. Die Voltohm-Seil- und Kabelwerke A. G., Frankfurt, begab im Februar 1920 neben ℳ 500 000.— gewöhnlichen, weitere ℳ 500 000.— Stammaktien, die sich lediglich im Stimmrecht und Bezugsrecht unterschieden. Die Kostheimer Cellulose- und Papierfabrik A. G. besaß Vorzugsaktien, welche an der über 8 % hinausgehenden Dividende teilnehmen durften[3]).

bb) Nachzugsaktien als Schutzaktien.

Wir sehen also aus diesen Beispielen, daß bei der Schaffung der Schutzaktien gegen, sei es äußere oder innere Ueberfremdung, nicht einheitlich von den Aktiengesellschaften verfahren ist. Als Charakteristikum der Vorzugsaktien haben wir ihre Vorzugsdividende bezeichnet. Im Jahre 1921 kam eine Aktiengattung auf, die man allerdings nicht ganz korrekt mit Stammaktien bezeichnete, deren Unterschiede von den Vorzugsaktien aber darin bestanden, daß sie zwar auch erhöhtes Stimmrecht, nicht aber den Vorzug der prioritären Dividende besaßen, sondern hinsichtlich der Dividende und Liquidationsquotenverteilung hinter den Stammaktien standen, somit bei Vorhandensein von Stamm- und Vorzugsaktien erst an dritter Stelle zur Befriedigung ihrer Ansprüche, sowohl in bezug auf Dividendenverteilung wie bei der Liquidation kamen.

---

[1]) vgl. Schmalenbach a. a. O. S. 242 ff. (Er sieht vor allem in dem erhöhten Stimmrecht und der treuhänderischen Bindung die wesentlichsten Merkmale der Ueberfremdungsaktie.) Vgl. ferner Kurz: Die Ueberfremdungsgefahr der deutschen Aktiengesellschaften und ihre Abwehr.

[2]) Vgl. Schmalenbach a. a. O., S. 197. (Er bezeichnet das Dividendenvorrecht als Charakteristikum für die Vorzugsaktie.)

[3]) vergl. Schmalenbach a. a. O., S. 241.

So wie die Priorität der Dividende das ausschlaggebende Merkmal der Vorzugsaktien war, so bildete hier das ausschlaggebende Merkmal die „Posteriorität" der Dividende im Verhältnis zu den Stammaktien. Wir nennen diese Aktien daher „Nachzugsaktien"[1]).

Obwohl diese mit Stammaktien Lit. B. bezeichnet wurden, bildeten sie ihrer Eigenschaft nach ebenso wie die Vorzugsaktien eine besondere Aktiengattung mit besonderen Rechten entsprechend § 185 HGB. und § 252 HGB.

Eine der ersten Gesellschaften, welche diese Nachzugsaktien ausgab, war die Telefonfabrik A. G. vorm. J. Berliner in Hannover. Bei der Kapitalerhöhung vom Januar 1921 beschloß die Generalversammlung u. a. 2,5 Millionen Mark Aktien Lit. B. zu begeben, die mit 6fachem Stimmrecht ausgestattet und einem Konsortium zu 125 % angeboten werden sollten. Gleichzeitig mußte das Konsortium die Verpflichtung übernehmen, die Aktien nicht vor 1930 zu veräußern. Im Liquidationsfalle der Gesellschaft sollten zuerst die Stammaktien, und dann die Aktien Lit. B. zur Rückzahlung gelangen. Die Dividende war in Höhe von 5 % für die Stammaktien und die Aktien Lit. B. festgesetzt, jedoch mit der Einschränkung, erst nachdem die Stammaktien 5 % erhalten hatten, durften die Aktien Lit. B. 5 % Dividende bekommen.

Als nächstes Beispiel erwähnen wir die Held & Franke A. G. in Berlin. Bei dieser Gesellschaft waren die im Jahre 1921 ausgegebenen ℳ 2 Millionen Aktien Lit. B. in derselben Weise gewinnanteilberechtigt. Sie wurden zu 140 % dem Konsortium überlassen mit der Verpflichtung, sie bis zum 31. 12. 1930 gesperrt zu halten und besaßen 20faches Stimmrecht.[2])

Bei der Hackethal-Draht- und Kabelwerke A. G. in Hannover wurde im Dezember 1920 eine Kapitalerhöhung um 2 Millionen Mark Aktien Lit. B. beschlossen, die ein 15faches Stimmrecht erhielten und dem Konsortium zu 147 % mit der Verpflichtung überlassen wurden, sie bis zum Jahre 1931 im Portefeuille zu halten. Auch hier waren dieselben Bestimmungen hinsichtlich der Gewinnverteilung getroffen worden, wie in den beiden vorher genannten Fällen. Erst nach Verteilung der Dividende in Höhe von 5% an die Stammaktionäre durften die Aktien Lit. B. Dividende erhalten.[3])

Der Grund zu der Ausgabe der Nachzugsaktien war

[1]) vergl. „Nachzugsaktien" Frankfurter Zeitung vom 23. 3. 1921.
[2]) vergl. Handb. d. dt. A. G. 1922/23, II, Seite 118.
[3]) vergl. Handb. d. dt. A. G. 1922/23.

in der teilweise sehr heftigen Pressekritik an den Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht zu suchen[1]). Wenn auch das Grundprinzip, das man bei der Ausgabe der Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht verfolgte, dahin ging, die Aktien durch treuhänderische Bindung nur vollkommen sicherzustellen, um sie bei Bedarf in Kraft treten zu lassen[2]), nach Möglichkeit aber ihnen materielle Vorteile gegenüber den Stammaktionären nicht zu gewähren, denn dieses ging aus der normalen Verzinsung, im Durchschnitt 5 %, hervor, so bestand die Kritik doch zu Recht. Es muß zwar festgestellt werden, daß durch das Dividendenvorrecht und das Liquidationsvorrecht die Vorzugsaktien besser gestellt waren, als die Stammaktien. Dieser Bevorzugung stand aber der Nachteil gegenüber, daß die Vorzugsaktien in der Regel nur mit 4—6 % verzinst wurden, während die Dividende der Stammaktien eine wesentlich höhere war, weil der ganze Mehrgewinn, mochte er noch so hoch gewesen sein, nur für die Stammaktien zur Verteilung gelangte. Die Pressekritik richtete sich vor allem dagegen, daß in zahlreichen Fällen die Vorzugsaktionäre Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht besaßen, ohne irgendwelche Stammaktien zu besitzen, zumal da in einer Einzahlung von teilweise nur 25 % auf die Vorzugsaktien und dem dazu in keinem Verhältnis stehenden hohen Stimmrecht ohnehin schon ein bedeutender Vorteil lag. Wir sehen also, daß durch die Schaffung der Nachzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht die betreffenden Gesellschaften bestrebt waren, einen Ausgleich gegenüber den Stammaktien zu bilden. Jedoch hatten nur wenige Aktiengesellschaften diesen Typus eingeführt.

β) Stimmrechte.

aa) Der einzelnen Aktie.

Die Höhe der Stimmrechte bei den Vorzugsaktien ist bei den einzelnen Gesellschaften nicht einheitlich gehandhabt worden, es lassen sich mehrere Gesichtspunkte erkennen, nach denen die Ausgabe der Aktien erfolgte.

Das Stimmrecht wurde festgesetzt entweder auf ein bestimmtes Vielfaches des Stimmrechts der einzelnen Stammaktien (z. B. doppeltes, fünffaches Stimmrecht usw.) oder es wurde so geregelt, daß das Stimmrecht der Gesamtheit der Mehrstimmaktien immer in einem bestimmten Verhältnis zu dem Stimmrecht sämtlicher Stammaktien

[1]) vergl. Berliner Tageblatt vom 15. 12. 1920.

[2]) d. h. ihren Stimmeneinfluß auf der Gen.-Versammlung geltend zu machen.

stehen sollte (z. B. die Gesamtheit der Vorzugsaktien hatt halb so viel oder ebenso viel Stimmen, wie die Gesamthei der Stammaktien). Daraus war dann unter Einsetzung de z. Zt. vorhandenen Vorzugsaktien- und Stammaktien beträge das derzeitige Stimmrecht der einzelnen Vorzugs aktien zu errechnen, das also je nach dem Betrage der je weils ausgegebenen Aktien variabel war.

Bei der ersten Möglichkeit sicherte man sich die absolut Mehrheit in der Weise, daß man den Vorzugsaktien meh Stimmen gewährte, als die Gesamtheit der Stammaktie sie besaß. Selbst, wenn die Gesellschaft der Gesamthei der Vorzugsaktien die gleiche Stimmenanzahl beilegte, wi der Gesamtheit der Stammaktien, so war hiermit der Schut schon erreicht, da ja nie alle Stammaktien auf der General versammlung ihr Stimmrecht geltend machten[1]). Auf di zweite Möglichkeit kommen wir später zurück.

Da, wie bereits oben betont, bei den Kapitalerhöhunge die Deckung des Kapitalbedarfs meistens gar keine Roll spielte, so hatte man Vorzugsaktien ausgegeben, bei dene der Nominalbetrag dieser ausgegebenen Aktien im Verhältni zum Gesamtkapital sehr gering, dagegen aber das ihnen ver liehene Stimmrecht sehr hoch war. Um einen Kapitalaufwan auf das geringste Maß zu reduzieren, gab man die Aktie schon mit einer Teilanzahlung von 25 % aus, wodurch di Höhe des Stimmrechtes nach § 195, Absatz 3, HGB. in keine Weise berührt wurde. (Vergl. Norddeutsche Eiswerke A. G. bei denen die Vorzugsaktien 50 faches Stimmrecht hatten während das Vorzugsaktienkapital zum Stammaktienkapita im Verhältnis 1 : 24 stand.) Um dem Bedürfnis geringe Kapitalfestlegung noch mehr entgegen zu kommen, wählt man häufig für die neuen Vorzugsaktien den gesetzliche Mindestbetrag der Namensaktien von ℳ 200.—, so daß in Wirklichkeit das Stimmrecht auf diese Weise ein 5 ma höheres war, wenn man die einstimmigen 1000 Mark Aktie dem gegenüberstellt. So wurde unter Umständen aus einen nominell 5 fachen Stimmrecht ein 25 faches. Dieses wa z. B. bei der Gesellschaft für Markt- und Kühlhallen in Ham burg[2]), sowie bei der Metallpapier-Bronzefarben-Blattmetall werke A. G., München, der Fall.[3])

Bei den ersten Vorzugsaktien war das Stimmenvorrech noch ziemlich gering, im Frühjahr 1920 aber findet man be

---

[1]) Z. B. Verein für Zellstoffindustrie A. G., Dresden; ℳ 1 Millio Vorzugsaktien mit 8fachem Stimmrecht stehen 8 Millionen ℳ Stamm aktien gegenüber (Berl. Börsenkurier v. 12. 6. 1920, Nr. 271).

[2]) vergl. Berliner Börsenkurier v. 1. 10. 1920, Nr. 459.

[3]) vergl. Frankfurter Ztg. v. 13. 5. 1920, Nr. 348.

reits häufig das 5—8 fache Stimmrecht, Ende 1920 war das 10- und 12 fache Stimmrecht nicht selten. Nach Plutusbriefe Nr. 1, Jahrgang 3 vom Januar 1926 besitzt die Interessengemeinschaft Farbenindustrie, früher Anilin-Konzern 100 stimmige Vorzugsaktien, die Gesellschaft für Hoch- und Untergrundbahnen (Hochbahnges.) in Berlin sogar 1000 stimmige Schutzaktien, Wenn man bedenkt, daß im allgemeinen bei den Generalversammlungen kaum mehr als die Hälfte des Stammaktienkapitals vertreten ist, und ferner das Kapitalrisiko dieser Vorzugsaktionäre in gar keinem Verhältnis zu deren weitgehenden Vorrechten steht, ist es begreiflich, daß die Ausgabe derartiger Vorzugsaktien mit kleinstem Kapitalaufwand zu berechtigten Angriffen in der Literatur geführt hat[1]). Wir kommen hierauf noch bei der Beurteilung der Aktien zurück.

Einen Fortschritt hinsichtlich der Ausgabe der Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht bedeutete es, als man auf Grund der Opposition von seiten der Stammaktionäre wohl auch aus der Befürchtung, die Regierung könnte schließlich die Ausgabe der Mehrstimmrechtsaktien nach der rechtlichen Seite hin regeln[2]), im Gegensatz zu den oben geschilderten Ausgabemodalitäten solche Aktien begab, bei denen der Kapitalaufwand ein größerer und das Stimmrecht dazu verhältnismäßig niedrig war. In diesem Falle stand dem stimmrechtlichen Vorteil wenigstens ein Ausgleich gegenüber, dadurch, daß die Inhaber der Schutzaktien auch in höherem Maße den Gesellschaften Kapital zugeführt hatten und infolgedessen in stärkerem Maße an dem Unternehmen interessiert waren. Charakteristisch für die Begründung zu dieser Ausgabemodalität waren die Ausführungen, die auf der Generalversammlung der Dynamit-Nobel A. G. am 31. 12. 1920 geltendg emacht wurden: „Da gegen die Ausgabe von Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht sich vielfach Opposition geltend gemacht hat, hat sich die Verwaltung zur Ausgabe von Vorzugsaktien mit einfachem Stimmrecht entschlossen." In derselben Richtung bewegte sich die Begründung der Verwaltung der Hapag über die Ausgabe

---

[1]) vergl. Pinner: „Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht", Vossische Zeitung vom 7. 2. 1922, sowie Berliner Tageblatt vom 15. 12. 1920.

[2]) vergl. Kurz: a. a. O., Seite 39; ferner: Wirtschaft und Statistik vom 28. 10. 21. „Die Ausgabe der Vorzugsaktien im Jahre 1920." Danach hat der preußische Handelsminister damals eine Verfügung gegen die Ausgabe von Stimmrechtsaktien erlassen, und zwar in solchen Fällen, wo die Ueberfremdungsgefahr nur als Vorwand für die Schaffung von Vorz.-Akt. dienen sollte. (Vergl. auch „Plutus" vom 4. 8. 1920, Seite 246).

von 20 Millionen Vorzugsaktien mit einfachem Stimmrecht.

Die Gründe hierfür haben aber sicherlich nicht allein darin gelegen, der Opposition nachzugeben, sondern auch darin, daß die Verwaltungen der Gesellschaften sehr wohl gewußt haben, wie sich bei der Festsetzung des Stimmrechtes der Vorzugsaktien das Stimmenverhältnis auf den Generalversammlungen gestalten würde.

Im Anschluß hieran ist es interessant, die Kumulierung der Stimmrechte bei den Vorzugsaktien nach „Wirtschaft und Statistik" vom 28. 10. 1921 Nr. 10 zu illustrieren. Danach wurden im Jahre 1920 an mehrstimmigen Vorzugsaktien ausgegeben:

1. bei Neugründungen	ℳ	3,8 Mill
2. bei Kapitalerhöhungen mit über 1- bis 10fachem Stimmrecht	ℳ	233,3 „
3. bei Kapitalerhöhungen mit über 10fachem Stimmrecht	ℳ	51,0 „
Summa	ℳ	288,1 Mill.

Zwar erscheint dieser Betrag von 288,1 Mill. ℳ Mehrstimmrechtsaktien gegenüber der Gesamtemission des Jahres 1920 in Höhe von 9,269,4 Millionen ℳ außerordentlich gering. Aber die Geringfügigkeit dieses Betrages spricht durchaus nicht gegen die Möglichkeit, daß innerhalb der deutschen Aktien-Gesellschaften der durch das Aktienstimmrecht verkörperte Einfluß auf die Geschäftsgebarung der Aktien-Gesellschaften bereits in größerem Umfange in den Händen der Vorzugsaktionäre lag; denn die Höhe des kumulativen Stimmrechts war schon damals teilweise recht erheblich.

Die bei Kapitalerhöhungen ausgegebenen Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht gliedern sich nach dem Stimmrecht wie folgt:

mit über	1— 2	fachem	Stimmrecht	51,9	Mill. ℳ	=	18,3 v. H.
„ „	2— 4	„	„	48,4	„	=	17,0 „
„ „	4— 6	„	„	67,4	„	=	23,7 „
„ „	6— 8	„	„	23,3	„	=	8,2 „
„ „	8—10	„	„	42,3	„	=	14,9 „
„ „	10—20	„	„	42,5	„	=	14,9 „
„ „	20—30	„	„	7,9	„	=	2,8 „
„ „	30—40	„	„	0,6	„	=	0,2 „

Einige Ziffern mögen noch das übliche Verhältnis vom Stimmkapital zum Stammkapital einerseits und von Vorzugsaktienstimmen und Stammaktienstimmen andererseits zeigen.

Nach Kurz, a. a. O., Seite 38 ergibt die Zusammenstellung einiger typischer Beispiele folgendes Bild:

rhältn. zwischen Stimmrechts-Aktien Kapital u. Stammakt. Kapital		Stimmrecht	Vorz.-Akt. Stimmen im Verhältn. z. d. Stimmakt. Stimmen
Ultramarin Fabr.	0, 25: 9 =1: 36	6fach	6000: 9000
Fabr. Grünau	0,125: 4,5=1: 36	10 „	5000: 4500
s u. Halske	9, 5: 116,5=1: 12	30 „	28500: 11650
utsch. Eiswerke	0, 2: 4,8=1: 24	50 „	10000: 4800
iner Gruben	0,125: 3 =1: 24	5 „	2500: 3000
r Walzwerk	0, 15: 6 =1: 40	10 „	6000: 6000
el A. G.	0,075: 3 =1:·40	6 „	2400: 3000
Soling. Guß	0,225: 9 =1: 40	10 „	9000: 8000

Die Stammkapitalien sind demnach, wie ersichtlich, zwar durchschnittlich 30 mal größer als die Vorzugsaktienkapitalien, aber dennoch steht der Einfluß der Vorzugsaktien auf die Geschicke der Gesellschaften durch das ihnen beigelegte erhöhte Stimmrecht in keinem Verhältnis zu den von ihnen aufgebrachten Mitteln.

Aus diesen Angaben kann man sich bereits ein Bild machen, wie und in welchem Umfange Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht in der Industrie geschaffen worden sind.

bb) Stimmrechte der Gesamtheit der Mehrstimmrechtsaktien.

In allen bisher erwähnten Fällen war das Stimmrecht fest umgrenzt. Ein neues System hatte im Jahre 1920 die Porzellan-Fabrik Schomburg A.G. eingeführt[1]). Wir erwähnen diesen Fall in Ergänzung der bereits oben angeführten Modalität[2]). Diese Gesellschaft hatte Vorzugsaktien mit variablem Stimmrecht geschaffen, das bedeutet, daß die Vorzugsaktien jeweils in automatischer Anpassung ebensoviel Stimmen, wie das gesamte Stammaktienkapital haben sollten. Wir können hierzu folgende Formel aufstellen:

$$\frac{\text{Stimmrecht d. einzeln. Vorz.-Akt.}}{\text{Stimmrecht d. einzeln. Stammakt.}} = \frac{\text{Stammakt.-Kap.}}{\text{Vorz.-Akt.-Kap.}}$$

Auf diese Weise war der Ueberfremdungsschutz dauernd festgelegt.

[1]) vgl. Frankf. Ztg. v. 1. 2. 1920.
[2]) siehe Seite 41/42

Die Aktien mit variablem oder gleitendem Stimmrecht hatten sich im Verlaufe der Inflation etwa seit 1922 mehr und mehr bei den Aktien-Gesellschaften eingebürgert[1]). Kaum hatten die Gesellschaften eine Kapitalerhöhung beschlossen, so machte sich bereits eine weitere infolge der andauernden, rapide ansteigenden Geldentwertung notwendig. Infolge der abermaligen Erhöhung des Stammkapitals wären die Gesellschaften daher, um den Besitzern der Mehrstimmrechtsaktien den ausschlaggebenden Einfluß in der Generalversammlung zu sichern, genötigt gewesen, auch die Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht entweder zu vermehren, oder aber das Mehrstimmrecht selbst zu erhöhen. Um dieser Notwendigkeit überhoben zu sein, hatten die Gesellschaften eine automatische Erhöhung des Stimmrechts der Vorzugsaktien für den Fall weiterer Erhöhung des Kapitals der Stammaktien nach obiger Formel durch eine Klausel etwa folgenden Inhalts vorgesehen:

„Bei künftigen Kapitalerhöhungen durch Ausgabe neuer Stammaktien erhöht sich das Stimmrecht der Vorzugsaktien in demselben Verhältnis, in welchem die Summe der neu auszugebenden Stammaktien zu der Summe der vorhanden gewesenen Stammaktien steht."[2])

cc) Ausschließliches und Eventualstimmrecht der Vorzugsaktien.

Das Stimmenvorrecht tritt uns in 2 Formen entgegen, einmal als ausschließliches, sodann als ein Eventualstimmrecht. Bei letzterem durfte von dem mehrfachen Stimmrecht nur in bestimmten, im Gesellschaftsvertrage vorgesehenen Fällen Gebrauch gemacht werden, während sonst nur das einfache Stimmrecht zur Anwendung kam. Im ersten Falle konnten die Vorzugsaktien grundsätzlich in allen Fragen mitstimmen. Bei den Mannesmann-Röhren-Werken A. G., und der Maschinenfabrik Kappel A. G., Chemnitz, galt beispielsweise das mehrfache Stimmrecht nur für die Wahlen zum Aufsichtsrat, für Kapitalerhöhungen und Herabsetzungen, für die Aenderung des Gegenstandes

---

[1]) u. a. z. B. die Gerresheimer Glashüttenwerke vorm. Ferd. Heye in Düsseldorf-Gerresheim (Plutus v. 1. 2. 1922, S. 53). Der Antrag bei den Hansawerken A. G., Bremen, wurde zurückgezogen, weil er Gefahr lief, in der Gen.-Vers. nicht durchgebracht zu werden und auch die Börsenzulassungsstelle die Notierung solcher Aktien ablehnte mit der Begründung, daß sie die Stammaktionäre dauernd entrechtete (vergl. Gieseke: „Vorz.-Aktien mit mehrfachem Stimmrecht", S. 11).

[2]) vergl. Dove: „Zur Frage der Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht." Bankarch. v. 1. 8. 1921, Nr. 21, Seite 314.

des Unternehmens, für die Auflösung und Veräußerung des Gesamtvermögens und für das Eingehen von Interessengemeinschaften[1]). Man bestimmte in der letzten Zeit der Inflation vernünftigerweise, daß gerade bei der Erteilung von Entlastungen und Genehmigung der Bilanz in der Generalversammlung alle Aktien nur ein Stimmrecht haben[2]). Wir sehen daraus wieder, daß man mit der Zeit auf Grund der Pressekritik und unter dem Druck der Opposition von seiten der Stammaktionäre in der Generalversammlung verschiedentlich dazu übergegangen war, das Stimmrecht zu beschränken[3]). Die Stammaktionäre sollten den ausschlaggebenden Faktor in der Generalversammlung bilden. Nur für den Ausnahmefall, wenn das nationale Interesse es erforderte, sollte das mehrfache Stimmrecht gelten. Derartige allgemeine Regelungen waren natürlich zu verwerfen, denn wo wollte man bei dem Begriff „nationales Interesse" die Grenze ziehen? Der Begriff ist sehr dehnbar und wann ein höheres Interesse auf dem Spiele stand, war letzten Endes Tatfrage. Mitunter wurde für die Geltendmachung des mehrfachen Stimmrechts ein entsprechender Nachweis der Verwaltung verlangt, der die Notwendigkeit des mehrfachen Stimmrechts darlegen mußte[4]). In der Regel stimmten die Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht bei jedem satzungsändernden Beschluß voll mit, insbesondere, wenn es sich um die Aenderung ihrer eigenen Rechte handelte; ebenso durften sie meistens bei der Wahl von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern von ihrem mehrfachen Stimmrecht Gebrauch machen (vergl. obige Beispiele.). Was die Ausübung des mehrfachen Stimmrechtes in der Generalversammlung anbetrifft, d. h. wann das mehrfache Stimmrecht angewandt wurde, so ließ sich eine diesbezügliche Regelung im Gesellschaftsvertrage bei den Aktien-Gesellschaften, meistens vermissen[5]).

---

[1]) Handbuch der dt. Akt.-Ges.

[2]) vergl. Planitz a. a. O., Seite 33 und Frank-Fahle a. a. O., Seite 27.

[3]) Dies geschah auch vielfach aus steuerlichen Gründen, da nach § 15 des Kapitalverkehrssteuergesetzes v.8. April 1922 alle diejenigen Gesellschaften, die ihre Mehrstimmaktien bei allen Beschlüssen voll mitstimmen ließen, mit einer besonderen Steuer belegt wurden, die laufend, für jedes Geschäftsjahr, zur Erhebung gelangte.

[4]) vergl. Ilseder-Hütte A. G., Hannover, Frankfurter Zeitung vom 28. 4. 1920, Nr. 309.

[5]) vergl. Thomaschky: Das Ueberfremdungsproblem bei den deutschen Aktien-Gesellschaften, Seite 63.

γ) **Beschränkung der Verfügungsgewalt der Mehrstimmrechtsaktien.**

Bei der Ausgabe der Schutzaktien mit mehrfachem Stimmrecht darf nicht übersehen werden, daß sie selbst auch das wirksamste Mittel zu einer Ueberfremdung bilden konnten. Es brauchte ja nur ein geschlossenes Paket von Vorzugsaktien an einen Ausländer verkauft zu werden, wodurch das Gegenteil von dem erreicht wurde, was bei ihrer Ausgabe beabsichtigt war.[1]) Es war daher nötig, dafür zu sorgen, daß die Stimmrechtsaktien für die Zeit ihres Bestehens in gleichem Besitz blieben, damit sie ihren Zweck erfüllten. Aus diesem Grunde mußte bei der Beschlußfassung über die Schaffung von Mehrstimmrechtsaktien auch über den weiteren Verbleib derselben unter der Kontrolle der ausgebenden Gesellschaft Vorsorge getroffen werden. Eine Stellung der Vorzugsaktien auf den Namen genügte nicht; denn nach § 252 HGB. können auf Namen lautende Aktien, soweit der Gesellschaftsvertrag nichts anderes bestimmt, auch ohne Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden. Die Gesellschaften hatten also Vorsorge zu treffen, daß eine Begebung dieser Vorzugsaktien an ihnen nicht genehme Aktionäre unmöglich war.

So hatte man statutarisch bestimmt, daß die Veräußerung der Aktien von einem Generalversammlungsbeschluß oder von der Genehmigung des Vorstandes oder Aufsichtsrats abhängig sei. Auch nach anderer Richtung hatte man in dieser Hinsicht Bestimmungen getroffen; so schloß um einen praktischen Fall zu erwähnen, der Verein für Zellstoff-Industrie A. G. mit dem Bankhaus Arnold, Dresden Berlin, einen Vertrag ab, daß dieses Bankhaus die Vorzugsaktien nur an solche Käufer veräußern dürfe, die sich und ihre Rechtsnachfolger schriftlich verpflichten, daß sie die Mäntel der Aktien bis zum 30. 6. 1928 bei dem Bankhaus Arnold hinterlegen und das Stimmrecht auch durch das genannte Bankhaus oder durch den Vorsitzenden des Aufsichtsrats oder durch den Vorstand der Gesellschaft ausüben lassen[2]). Beim Siemens-Konzern wurde z. B. zur Uebertragung der Vorzugsaktien die Genehmigung des Präsidenten der Handelskammer in Berlin verlangt[3]). Vielfach war die Uebertragung der Aktien für eine bestimmte Zeit ausgeschlossen (vergl. Lüdenscheider Metallwerke A. G. 10jährige Sperrfrist, ferner Westfälische Eisen- und Drahtwerke A. G., Herne, mit

[1]) vergl. D o v e: „Aktienfragen", Bankarchiv vom 10. 7. 1920, Nr. 20 Seite 232 und Bankarchiv v. 1. 8. 1921, Nr. 21, a. a. O., Seite 314.

[2]) vergl. A d l e r: Die verschiedenen Aktiengattungen unter besonderer Berücksichtigung d. Nachkriegszeit, S. 197.

[3]) vergl. Frankf. Zeitg. v. 1. 5. 1920, Nr. 318.

dreijähriger Sperrfrist), bisweilen überhaupt unveräußerlich (vergl. Metallpapier-Bronzefarben-Blattmetallwerke A. G., München)[1]). Bei Kammgarn — Stöhr — und Gasmotoren Deutz waren die Vorzugsaktien als Namensaktien ausgestattet, deren Umschreibung als Inhaberaktien unstatthaft war[2]). Es waren, wie wir aus den angeführten Beispielen ersehen, die Bestimmungen bei den Aktien-Gesellschaften in dieser Hinsicht nicht einheitlich getroffen worden, sie waren z. T. nur allgemeiner Natur, indem betont wurde, die Vorzugsaktien dürften nicht in den Besitz und die Verwaltung von Ausländern gelangen.

δ) Zeitliche Beschränkung der Vorzugsaktien.

Auch zeitlich waren die Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht meist beschränkt. Man war wohl bei dieser Maßnahme von der Erwägung ausgegangen, daß die Gefahr der Ueberfremdung nur eine vorübergehende Inflationserscheinung sei. Die zeitliche Begrenzung der Mehrstimmrechtsaktien war sehr verschieden, etwa 10—20 Jahre (z. B. Rhenania, Verein chem. Fabriken in Aachen, wo die Vorzugsaktien vom 1. 7. 1930 ab nach 3monatiger Kündigung zu 115 % eingezogen werden können, ferner Vereinigte Ultramarin-Fabriken A. G., Theodor Goldschmidt A. G., Essen). Nach Ablauf der festgesetzten Frist findet in der Regel eine Abstimmung über die Beibehaltung oder Aufhebung der Vorzugsaktien statt, wobei oft allerdings eine erhebliche Mehrheit bei der Beschlußfassung verlangt wird, $^4/_5$, $^7/_8$, ja z. T. sogar Einstimmigkeit[3]). Für diesen Beschluß ist dann für die Vorzugsaktien auch nur ein einfaches Stimmrecht vorgesehen, wovon wir vorher bereits gesprochen haben. Die Beseitigung der Vorzugsaktien erfolgt dann auf dem Wege der Amortisation. Eine Begrenzung kann schließlich auch dadurch vorgesehen sein, daß eine Kündigung von seiten der Gesellschaft erfolgen kann, über die die Generalversammlung beschließt. Die Rückzahlung ist dann in der Regel zu einem den Nennwert um 10—20 % übersteigenden Kurse vorgesehen.

Die zweite Möglichkeit zur Beseitigung der ausgegebenen Vorzugsaktien besteht in ihrer Umwandlung in Stammaktien. Auch hier haben häufig die Gesellschaften gleich bei der Begebung der Aktien statutarische Bestimmungen getroffen. Aehnlich wie bei der Amortisation, erfolgt die

[1]) vergl. Handbuch d. dt. Akt.-Ges.
[2]) vergl. Schmalenbach a. a. O., Seite 244.
[3]) vergl. Adler a. a. O., Seite 193.

Umwandlung durch Generalversammlungsbeschluß, bei dem die Vorzugsaktien nur einfaches Stimmrecht haben, oder es ist dem Vorstand allein die Art der Umwandlung überlassen (z. B. Harpener Bergbau A. G.). Die Gesellschaft für Lindes Eismaschinen A. G. z. B. fordert bis zum 1. 10. 1930. einen Beschluß der Generalversammlung mit $^3/_4$ Stimmenmehrheit für die Umwandlung. Das Hapag-Statut z. B. schreibt vor: Die Vorzugsaktien erster Emission (30faches Stimmrecht) können jederzeit in Stammaktien gleichen Nennwertes umgewandelt werden, wenn eine Generalversammlung, bei der die Vorzugsaktien gemeinsam mit den Stammaktien stimmen, wobei jede Vorzugsaktie nur eine Stimme gewährt, dies mit $^9/_{10}$ des gesamten Grundkapitals beschließt (§ 18)[1]). Dabei erhebt sich die Frage, was mit den neugeschaffenen Stammaktien zu geschehen hat. Die meisten Gesellschaften haben darüber keinerlei Bestimmungen getroffen. In der Praxis dürfte diese Regelung auf zweierlei Arten vonstatten gehen. Einmal dürfte man die neuen Stammaktien den alten Stammaktionären zum Bezuge anbieten (vergl. Kali-Werke, Aschersleben) oder die neuen Stammaktien werden den bisherigen Vorzugsaktionären angeboten, aber nur gegen Zuzahlung eines bestimmt festgesetzten Agios (vergl. Porzellan-Fabrik Schomburg A. G.), denn ein einfacher Tausch würde im Falle einer geringeren Einzahlung eine ungerechte Bevorzugung gegenüber den Stammaktionären bedeuten.

ε) Arten der Begebung der Mehrstimmrechtsaktien.

Was die Unterbringung der Stimmrechtsaktien im einzelnen anbelangt, so kann man 3 Arten unterscheiden:

1. Schließung eines Konsortialvertrages zwischen Vorstand und Aufsichtsrat,
2. die Begebung an ein Bankenkonsortium oder eine befreundete Gesellschaft,
3. Austausch der Aktien bei Interessengemeinschaften[2]).

---

[1]) vergl. Ottenfeld: Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht, Seite 33.

[2]) vergl. Aerxleben: „Die Aktiengesellschaft im Kampfe gegen die Ueberfremdung." Der rote Tag vom 4. 5. 1921, Nr. 103 (zwar unterscheidet er noch eine 4. Art, indem die Vorzugsaktien den Stammaktionären zum Bezuge angeboten werden, aber dies dürfte nur ganz vereinzelt der Fall gewesen sein, und zwar dort, wo sich die Stammaktien fast durchweg in Familienbesitz befanden. Es würde dadurch den bisherigen Aktionären möglich, sich z. T. ihres Stammaktienbesitzes zu entledigen und trotzdem ihren Einfluß auf die Gesellschaft zu wahren).

Die häufigste Art der Begebung der Schutzaktien war die an die Verwaltung der Gesellschaft direkt, bestehend aus Aufsichtsrat und Vorstand, unter Schließung eines Konsortialvertrages, oder an Mitglieder derselben mit Genehmigung der Generalversammlung. Man findet es häufig, daß in der Generalversammlung nur der Beschluß gefaßt wurde, Vorzugsaktien mit erhöhtem Stimmrecht auszugeben, alles weitere der Verwaltung voll und ganz überlassen wurde. (vergl. Vereinigte Elb-Schiffahrtsges. A. G., Dresden)[1]). Hieraus ersehen wir bereits die Entwicklung unseres Aktienwesens, die zur unbeschränkten Souveränität der Verwaltung auf Kosten der Stammaktionäre geführt hat. Im einzelnen kommen wir hierauf noch bei der Beurteilung der Aktien zurück.

Auf Grund der Opposition gegen derartige Ausgabemodalitäten und auf Grund verschiedener Gerichtsentscheidungen, die eine Rechtswidrigkeit in dieser Art der Begebung sahen[2]), ging man dazu über, die Aktien an ein Bankenkonsortium oder eine befreundete Gesellschaft zu begeben, was jedoch praktisch auf dasselbe hinauslief. Das befreundete Bankhaus mußte sich verpflichten, der Gesellschaft die Stimmenkontrolle einzuräumen und übte dann als Konsortialleiterin das Mehrstimmrecht aus, sobald es nach Ansicht der Verwaltung der Gesellschaft erforderlich schien. Bei Meinungsverschiedenheiten zwischen Konsortialleitung und Vorstand und Aufsichtsrat waren vom Konsortium der Vorsitzende und der Vorstand zu laden, damit sie ihre Gründe für die abweichende Meinung ausführlich darlegen konnten. Danach beschloß das Konsortium, in welcher Weise verfahren werden sollte.

Der Vertrag dauert jeweils 10 Jahre, kann aber vorher aufgehoben werden, wenn $^3/_4$ der Konsortiumsquoten es fordern. Bei Ablauf des Konsortiums sind die gesamten Vorzugsaktien der Gesellschaft anzubieten, die das Rückkaufsrecht für sich oder Dritte ausüben, oder die Umwandlung in Stammaktien herbeiführen kann. Als Entschädigung erhält das Konsortium für jedes angefangene Geschäftsjahr $^1/_2$ % des Nennwertes vergütet. Es besteht hierbei eine Art treuhänderischer Bindung zwischen Bankenkonsortium und

---

[1]) vergl. Frankfurter Zeitung vom 29. 4. 1920, Nr. 312.

[2]) So hat z. B. das Bochumer Landgericht den Beschluß der Maschinenbau A. G. Balcke, 1 Mill. Mark Vorz.-Aktien mit 10fachem Stimmrecht auszugeben, für nichtig erklärt, weil ein Verstoß gegen die guten Sitten darin zu erblicken sei. (Vergl. „Vorz.-Aktien gegen Ueberfremdung." Die Bank, Juni 1921, S. 348.)

Verwaltung[1]). Besonders ist die „Bank für Industriewerte A. G." zu erwähnen, der als Treuhandges. (Holdingges.) mehrerer Berliner Großbanken (Deutsche Bank, Dresdner Bank, Berliner Handels-Ges. und Commerzbank) die treuhänderische Verwaltung größerer Posten Stimmrechtsaktien von insgesamt 22 Unternehmungen obliegt. Allerdings hat man die Unabhängigkeit dieser Gesellschaft bezweifelt, weil die Banken als Hauptpartizipanten deren Tätigkeit mittelbar beeinflussen können[2]).

Die dritte Art der Unterbringung, der Austausch der Mehrstimmrechtsaktien bei Interessengemeinschaften, wird in einem besonderen Abschnitt behandelt.

Es mögen hier einige Beispiele angeführt werden, welche die Arten der Begebung der Mehrstimmrechtsaktien illustrieren:

1. Meguin A. G. in Butzbach/Hessen. Laut Generalversammlungsbeschluß vom 2. 3. 1921 Kapitalerhöhung um ℳ 9 Mill. Stammaktien und 750 000 ℳ Vorzugsaktien, die mit 25 % eingezahlten Vorzugsaktien werden von Mitgliedern der Verwaltung zu 103 % übernommen und haben 6 faches Stimmrecht. Ab 1. 1. 1930 können die Vorzugsaktien zu 112 % gekündigt werden.

2. Dürkopp-Werke A. G., Bielefeld. Die Generalversammlung vom 27. 1. 1923 beschloß eine Kapitalerhöhung um 15 Millionen ℳ in ℳ 10 000 Stammaktien mit einfachem Stimmrecht und ℳ 5000.— 6 %ige Vorzugsaktien mit 6 fachem Stimmrecht. Die neuen Aktien bleiben zur Verfügung der Gesellschaft für besondere Zwecke.

3. Hanfwerke Füssen-Immenstadt A. G., Füssen. Die Generalversammlung vom 27. 5. 1920 beschloß eine Kapitalerhöhung um 10 Millionen ℳ, davon wurden nur 5 Millionen den alten Aktionären zu 150 % angeboten und die restlichen 5 Millionen zu 170 % freihändig verkauft. Die Generalversammlung vom 1. 12. 1920 beschloß eine weitere Erhöhung um 12 Millionen durch die Ausgabe von 2 Millionen 6 %iger zehnstimmiger Vorzugsaktien und 10 Millionen Stammaktien. Davon wurden 5 Millionen sofort begeben, und zwar zu 150 % angeboten, die andere Hälfte einem Bankenkonsortium zu 200 % zum freihändigen Verkauf unter Gewinnbeteiligung der Gesellschaft überlassen. Bezüglich der zweiten 5 Millionen sollte die Begebung bis zum 30. 4. 1921 in das Ermessen des Aufsichts-

[1]) vergl. Schmalenbach a. a. O., Seite 244.

[2]) vergl. Wenkel: Die Entstehung u. Bedeutung der Schutz- u. Vorzugsaktien, Plutusbriefe, Seite 13.

rats gestellt und ihm die Modalitäten der Begebung überlassen werden. Wurde bis dorthin kein Gebrauch gemacht, dann erlosch die Ausgabeberechtigung.

b) Vorrats- oder Verwertungsaktien als Schutzaktien.

Die Gründe zur Ausgabe der Vorratsaktien von seiten der Aktien-Gesellschaften unter Ausschluß des Bezugsrechts der Aktionäre haben wir vorher bereits eingehend behandelt und gesehen, daß sie zur besseren Ausnützung des Kapitalmarktes in der Inflation begeben wurden. Den Vorratsaktien kam aber noch eine zweite Aufgabe zu, das war die des Schutzes gegen Ueberfremdungen.

Die Verwaltungen hatten nämlich mit der Zeit eingesehen, daß die Mehrstimmrechtsaktien gar keinen sicheren Schutz boten. Einmal bestand, wie vorher bereits erwähnt, die Möglichkeit, daß sie in unberufene Hände, unter Umständen auf Umwegen sogar ins Ausland gelangen konnten. Dann aber war bei Bestehen mehrerer Aktiengattungen, insbesondere also auch dann, wenn der Gesellschaftsvertrag den Aktien der einen Gattung ein höheres Stimmrecht beilegte, als den Aktien einer anderen Gattung, neben dem Beschluß der Generalversammlung bei gewissen Beschlüssen getrennte Abstimmung nach Aktiengattungen erforderlich. So nach § 275, Absatz 3 HGB., wenn das bisherige Verhältnis mehrerer Gattungen von Aktien mit verschiedener Berechtigung zum Nachteile einer Gattung geändert werden soll, ferner nach § 278, Absatz 2 HGB. bei Kapitalerhöhungen[1]).

Aus diesen Gründen gingen die Verwaltungen dazu über, einstimmige, zum Zwecke der Steuerersparnis meist nur mit 25 % eingezahlte gewöhnliche Stammaktien unter Ausschluß des Bezugsrechtes der Aktionäre zu schaffen, die sie an ein der Gesellschaft nahestehendes Konsortium mit der Verpflichtung begaben, das Stimmrecht nur im

[1]) Verschiedenheit in der Aktienart liegt im Gegensatz zur Aktiengattung immer dann vor, wenn es sich nicht um eine dauernde rechtliche Verschiedenheit der Aktien, sondern nur um eine Verschiedenheit tatsächlicher Natur bei den Modalitäten der Kapitaleinzahlung oder in sonstiger Hinsicht handelt. Dies ist z. B. immer dann der Fall, wenn nur verschiedene Serien von Aktien vorliegen, die Aktien auf einen verschiedenen Nominalbetrag lauten, auf den Inhaber oder Namen gestellt, und endlich teils voll, teils nicht voll eingezahlt sind. Besteht nur eine Verschiedenheit in der Aktienart, so finden die verschiedenen Abstimmungen des HGB. keine Anwendung (vergl. Rosendorff: Die Goldmarkbilanz, Seite 210).

Einvernehmen mit der Verwaltung auszuüben[1]). Da derartige Aktien nicht nach ihrer Gattung, sondern nur nach ihrer Art von den übrigen Aktien verschieden waren, so kam eine gesonderte Abstimmung nicht in Frage. Der mit ihnen beabsichtigte Schutz wurde also wirksam erreicht.

Während in früherer Zeit Aktien mit einer Einzahlung von 25 % vielfach nur in denjenigen Fällen geschaffen wurden, in denen das Bedürfnis einer nur allmählichen Einberufung des Kapitals vorhanden war, hatte im Laufe der Inflationszeit die nur teilweise eingezahlte Aktie einen anderen Charakter angenommen. Sie war der vollkommenere Ersatz für die mehrstimmigen Vorzugsaktien geworden, soweit sie eine Mehrheit aller Aktien vermittelte[2]).

5. Verschiedene Verwendungsarten der Vorratsaktien.

Vielfach sind die Vorratsaktien auch zu Angliederungszwecken, wovon wir noch später zu sprechen haben, verwendet worden. Oft gingen die Verwendungsarten der Vorratsaktien dergestalt ineinander über, daß ursprünglich zu reinen Schutzzwecken geschaffene Aktien auch zur Kapitalbeschaffung durch Verkauf an der Börse verwendet werden konnten, und daß andererseits Vorratsaktien, solange sie in den Händen des der Gesellschaft nahestehenden Konsortiums sich befanden, als Schutzaktien wirkten[3]).

6. Gefahren und Nachteile der Mehrstimmrechts- und Vorrats- oder Verwertungsaktien.

Zur Beurteilung der Schutzaktien, sowohl der Mehrstimmrechts-, als auch der Vorratsaktien, werden wir sagen müssen: Soweit sie als Schutzaktien der volkswirtschaftlich wichtigen Unternehmungen zur Begegnung etwaiger Ueberfremdung durch das Ausland zur Anwendung gelangten,

---

[1]) vergl. K. W. Wiethaus: Schutz und Vorratsaktien in der Goldbilanz. Bankarch. 1924, Nr. 1 vom 1.10.1924, Seite 8. Die Unterbringung der Aktien geschah auch wie bei den Vorz.-Aktien mit mehrfachem Stimmrecht.

[2]) Allerdings besaß bereits vor dem Kriege die von der Dt. Bank beherrschte Dt. Petroleum A. G. Vorratsaktien, die als Schutzaktien wirkten und nur mit 25 % eingezahlt waren, da diese Ges. angesichts der bekannten Verhältnisse in der internationalen Petroleumindustrie gegen eine Ueberfremdung geschützt werden mußte. Immerhin blieb ein solches Vorgehen vor dem Kriege vereinzelt, weil auch bei einer Einzahlung von nur 25 % durch die Uebernahme von Schutzstammaktien große Mittel dauernd gebunden wurden. (R. Bernfeld: „Ueberfremdung u. Ueberfremdungsabwehr". Die Bank, Oktober 1924, S. 568.)

[3]) vergl. Hartmann: Vorzugs- und Verwaltungsaktien b. d. Umstellung der Bilanzen auf Gold. Bankarch 1923, Nr. 10, Seite 114.

wird nichts gegen ihre Existenz einzuwenden sein, im Gegenteil mußte ihre Einführung sogar gefordert werden, denn Ueberfremdungen von seiten des Auslandes haben, wie wir vorher gesehen haben, tatsächlich stattgefunden. In den weitaus meisten Fällen bei der Einführung dieser Schutzaktien aber waren sie nur „Mittel zum Zweck", indem sie durch Stimmenkumulierung zur uneingeschränkten Machtstellung der Verwaltungen innerhalb der Aktien-Gesellschaften auf Kosten der Stammaktionäre geführt haben. Nach Planitz gibt es Fälle genug, in denen nicht ein Pfennig eigenen Kapitals aufgewendet zu werden brauchte, um die vollkommene Beherrschung einer Aktien-Gesellschaft durch Vorrechtsaktien mit mehrfachem Stimmrecht oder Vorratsaktien zu erzielen. Er führt als typisches Beispiel dafür den oben erwähnten Anilin-Konzern an, bei dem den Erfordernissen der Barzahlung der neuen Vorzugsaktien einfach durch Austausch von Schecks genügt wurde und ein Zufluß von neuem Kapital überhaupt nicht stattfand. In der Mehrzahl der Fälle herrschten einflußreiche Verwaltungsmitglieder über ganze Konzerne mit einem Kapital, das im Verhältnis zu den Stammkapitalien kaum in die Waagschale fiel[1]). Von einer wirklichen Ueberfremdungsabsicht konnte man im allgemeinen nicht früher etwas erfahren, als sie bereits geschehen war und die Ausländer mit ihren Aktienposten auf der Generalversammlung erschienen. (Wir erinnern an die Fälle, die auf Seite 28 der Arbeit erwähnt wurden.) Mit der Ausgabe der Schutzaktien hatte sich im geheimen ein Kampf nicht gegen das Ausland, sondern gegen die Gesellschaft selbst, bezw. gegen die Gesamtheit der Stammaktionäre herausgebildet, bei der letztere als entrechtet anzusehen sind. Diejenigen Fälle, in denen die Majoritätsbesitzer ihren Stimmrechtseinfluß durch eine Vorzugsaktienemission sichergestellt haben, um dann ihren substanzmäßig wertvollen Stammaktienbesitz allmählich zu verkaufen, sind keineswegs selten. Der Fall der A. G. vorm. J. C. Spinn & Sohn in Berlin ist ein typisches Beispiel dafür. Bei dieser Gesellschaft hat der ehemalige Mehrheitsaktionär unter dem Schutz der von ihm erzwungenen Mehrstimmrechtsaktien seinen Stammaktienbesitz bis auf ein Kapitalzehntel allmählich verkauft und auch verhindern können, daß seine Vorzugsaktien, die zu ganz anderen Zwecken bestimmt waren, kassiert oder in die Hände der neuen Mehrheitsbesitzer ausgeliefert wurden[2]). Kaum ein einziger

---

[1]) vergl. Planitz a. a. O., Seite 28 ff.
[2]) vergl. Wenkel a. a. O., Seite 9.

Großaktionär hat die Gelegenheit verpaßt, sich für billiges Geld dauernden Einfluß auf diejenigen Unternehmungen zu verschaffen, die in irgendeiner Weise von ihm abhängig waren. In vorderster Linie marschieren dabei die Banken, deren Einfluß durch das Stimmrecht an den bei ihnen deponierten Kundenaktien ohnehin schon ein sehr starker war.

Durch die Mehrstimmrechts- und Vorratsaktien ist den deutschen Aktien-Gesellschaften ihre charakteristische Eigenschaft als Kapitalgesellschaft auf demokratisch-genossenschaftlicher Grundlage genommen worden. Zwar gilt grundsätzlich das Mehrheitsprinzip: Wer die Mehrheit der Aktien besitzt, hat dadurch die Macht und das Recht, die Geschicke der Gesellschaft nach seinem Ermessen zu leiten. Aber dieser Grundsatz gilt nicht in seiner ganzen, formalen Strenge, sondern er wird modifiziert und ergänzt durch den weiteren, daß sich das Mitbestimmungsrecht nach der Größe des übernommenen Risikos richten muß. Mit andern Worten, die Mehrheit der Stimmen gibt zwar den Ausschlag, aber bevor überhaupt eine Abstimmung in der Generalversammlung stattfinden kann, muß festgesetzt sein, wieviel Stimmen auf jeden einzelnen Kapitalanteil entfallen und diese Festsetzung wiederum muß dem von dem betreffenden Kapitalanteil zu tragenden wirtschaftlichen Risiko entsprechen. Dieser zweite Grundsatz jedoch wird durch die Ausgabe von Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht geradezu auf den Kopf gestellt; denn hier können die Vorzugsaktionäre, also eine Minderheit, die an dem wirtschaftlichen Risiko der Gesellschaft nur zu einem unvergleichlich geringeren Prozentsatz beteiligt sind, als die Stammaktionäre, diesen, der Majorität, die das Risiko fast alleine tragen, ihren Willen aufzwingen. Zwar ist das Prinzip, daß sich der Einfluß auf die Gestaltung des Unternehmens nach der wirklichen Kapitalaufwendung bestimmen sollte, in der geschichtlichen Entwicklung des Aktienwesens in dieser theoretisch reinsten Form kaum je verwirklicht worden, da immer die Kleinaktionäre lediglich Kurs- und Dividendeninteressen hatten, im übrigen aber ziemlich teilnahmslos den Gesellschaften, deren Aktien sie besaßen, gegenüberstanden, was sie durch ihre fast regelmäßige Abwesenheit bei den Generalversammlungen bekundeten[1]). Es liegt dies zum größten Teil auch daran, daß nur sehr wenig Kleinaktionäre in der Lage sind, die einschlägigen, vielfach verwickelten Verhältnisse der

[1]) Ueber die Anzahl der an den Generalversammlungen in der Regel teilnehmenden Kleinaktionäre siehe die Beispiele von Möser: „Die Generalversammlung der Aktiengesellschaft", Seite 46 ff.

Gesellschaft richtig zu übersehen, selbst wenn sie die Neigung haben sollten, in der Generalversammlung zu erscheinen[1]).

Es hat sich dennoch der Zustand, daß die Akt.-Ges. trotz formeller Demokratie des Kapitalbesitzes praktisch von wenigen Köpfen beherrscht wurde, im ganzen als glücklich herausgestellt, da dadurch in die Aktien-Gesellschaften etwas vom Geiste des Einzelunternehmers hineingerettet und Bürokratisierung vermieden worden ist[2]). Aber es ist doch noch ein gewaltiger Unterschied zwischen einer derartigen tatsächlichen Entwicklung einerseits, die nur durch den guten Willen oder die Interessenlosigkeit der Beteiligten ermöglicht wurde und jederzeit beseitigt werden konnte, und andererseits einer unabänderlichen Verewigung des beherrschenden Einflusses der z. Zt. führenden Leute ohne Rücksicht auf ihre zukünftige Kapitalbeteiligung.

Die graduellen Unterschiede zwischen Vorzugsaktien und Vorratsaktien sind ziemlich belanglos. In der letzten Inflationsperiode, als die Mark bereits die Million und die Milliarde überschritten hatte, war es praktisch gleichgültig, ob man eine Million Mark Vorzugsaktien mit hundertfachem Stimmrecht oder hundert Millionen Mark gesperrte Stammaktien mit einfachem Stimmrecht ausgab, denn die Einzahlungen bei den Aktien fielen hier wie dort so gut wie überhaupt nicht ins Gewicht.

Wir haben vorher bereits angedeutet, daß die Mehrstimmrechtsaktien zum Abschluß von Interessengemeinschaften und die Vorratsaktien zu Angliederungszwecken benutzt wurden.

7. Die Bedeutung der Mehrstimmrechts- und Vorrats-Aktien für die industrielle Konzentrationsbewegung der Nachkriegszeit.

In der Nachkriegszeit haben sich bekanntlich auf Grund der verkleinerten Produktionsbasis und der veränderten Produktions- und Absatzbedingungen große Konzerne in allen Industriezweigen gebildet oder schon bestehende sich gefestigt und in horizontaler, vor allem vertikaler Richtung erweitert. In dem finanziellen Aufbau dieser Konzerne spielten die Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht und die Vorrats- oder Verwertungsaktien eine bedeutende Rolle. Einmal boten sie den Aktien-Gesellschaften bei der

[1]) vergl. Goldschmidt: a. a. O., Seite 87.

[2]) vergl. Industrie- und Handelszeitung Nr. 260 vom 15. 11. 1920, ferner Magazin d. Wirtschaft, Jahrg. 1925 Nr. 1 „Ueberfremdung d. Schutzaktien".

Konzentrationsbewegung Schutz gegen Ueberfremdung von innen und außen, zum andern wurden die Konzerne dadurch, daß die Gesellschaften diese Aktien untereinander austauschten außerordentlich gefestigt; eine weitgehende gegenseitige Einflußnahme der Werke aufeinander wurde erreicht, außerdem das Herausspringen eines Konzernmitgliedes durch die finanzielle Verflechtung verhindert, oder doch zum mindesten sehr erschwert.[1])

Am besten erkennt man die Bedeutung der Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht und der Vorrats- oder Verwertungsaktien bei der Zusammenschlußbewegung der deutschen Industrie aus Beispielen.

Betrachten wir zunächst die Kapitaltransaktionen der A.E.G. nach dem Kriege, soweit sie für unsere Untersuchungen in Frage kommen.

Im Mai 1920 wurde das Aktienkapital der Gesellschaft um 85 Millionen Mark neue Aktien erhöht, und zwar wurden von dieser Summe 60 Millionen Mark Aktien zum Austausch von Aktien der Felten und Guilleaume Carlswerke verwendet. „Die Erweiterung des Kapitalanteils der A.E.G. bei den Felten u. Guilleaumewerken ist deshalb wünschenswert geworden, weil Felten u. Guilleaume, um die Losreißung von dem luxemburgischen Stahlwerk Steinfort, das früher den Rohstoffbedarf des Felten und Guilleaume Carlswerk deckte, wieder auszugleichen, eine Kapitalverbindung mit einer luxemburgischen Gruppe eingegangen ist, die in Zukunft den wesentlichsten Teil des Halbzeugbedarfs von Felten und Guilleaume decken wird. Zur Schaffung dieser neuen Verbindung mit dem luxemburgischen Erzrevier ist das Aktienkapital der Felten u. Guilleaume-Werke verdoppelt worden. Die neuen 60 Millionen Mark Felten u. Guilleaume-Aktien werden von dem luxemburgischen Konsortium übernommen und wenn auch durch einen besonderen Vertrag Vorsorge getroffen worden ist, um das Ueberwiegen des deutschen Einflusses auf die Geschäftsführung des Felten u. Guilleaume-Werkes zu sichern, so erscheint es doch wünschenswert, der geschlossenen fremden Kapitalgruppe eine geschlossene deutsche Kapitalmacht gegenüberzustellen. Deshalb versucht die A.E.G. durch ihr für die Felten u. Guilleaume-Aktionäre günstiges Umtauschangebot nach Möglichkeit den gesamten deutschen Anteil an den Felten u. Guilleaume Carlswerke A. G. bei sich zusammenzufassen."[2])

[1]) vergl. hierzu den Bericht der Verwaltung der Farbstoffwerke Meister Lucius & Co. in Höchst a. M. Frankf. Zeitung vom 18. 10. 1919, Nr. 781.

[2]) Plutus v. 19. 5. 1920, Seite 165 „Das neue A. E. G. Kapital".

Man sieht also die Motive der Finanztransaktionen, die hier vorgenommen worden sind: erstens die Sicherung ausländischer Rohstoffversorgung, zweitens die Abwehr einer Ueberfremdungsgefahr.

Im Jahre 1920 fand außerdem die Verschmelzung der Glühlampenfabrik mit denen der Auergesellschaft und Siemens u. Halske A. G. zu einer Osram G. m. b. H. statt, wobei sich die A.E.G. auf Fabrikation und Geschäftsführung einen hinreichenden Einfluß sicherte. Im Zusammenhang hiermit erfolgte 1921 die Angliederung der Vereinigten Lausitzer Glaswerke A. G., welche die Glaskolben für die Glühlampenfabrikation herstellt, und deren Betriebsvereinigung mit der Osram-Gesellschaft. Die Ausgabe neuer Aktien war hierzu nicht nötig. Es wurden Aktien aus dem Portefeuille der A.E.G., also Vorratsaktien, verwendet.

Im März 1921 schloß die A.E.G. mit der Linke-Hofmann A. G. eine Interessengemeinschaft, wobei 30 Millionen Mark Aktien (Verwertungsaktien) ausgetauscht wurden. Die Gemeinsamkeit der Interessen erstreckte sich hauptsächlich auf die Elektrisierung der Vollbahnen.

Im Oktober 1921 wurde die Aktienmehrheit der A. G. Mixt u. Genest, Telephon- und Telegraphenwerke durch Aktienumtausch erworben zur Ergänzung der A.E.G. auf dem Schwachstromgebiet. Die Aktien, welche hierbei zum Umtausch gelangten, waren Verwertungsaktien, die aus der Kapitalerhöhung der A.E.G. vom 15. 3. 1921 stammten, und zwar wurden die 50 Millionen Mark Stammaktien, wie folgt, verwertet: 30 Millionen Mark Aktien wurden mit der Linke Hofmann A. G. ausgetauscht und 20 Millionen waren von den Berliner Elektrizitätswerken (jetzt „Bank Elektrischer Werte A. G."), einer Gründung der A.E.G., gezeichnet worden; von den letztgenannten wurden den Aktionären der A. G. Mixt u. Genest 15 Millionen Mark Aktien im Umtauschverhältnis 1 : 1 angeboten. Die restlichen 5 Millionen blieben bei der Bank Elektrischer Werte A. G. zur weiteren Verfügung der A.E.G. im Depot[1]).

Aus den Kapitaltransaktionen bei der A.E.G. geht die Bedeutung der Vorratsaktien bei dem industriellen Zusammenschluß hervor. Als nächstes Beispiel führen wir die I. G. Farbenindustrie an, bei der nicht Vorratsaktien zum Tausch gelangten, sondern Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht, denen aber dieselbe Bedeutung zukam.

Zur I. G. Farbenindustrie gehören folgende Firmen: Badische Anilin- und Sodafabrik, Farbenfabriken vorm.

---

[1]) Saling: Zweiter Teil 1925/26, Seite 1407 (AEG.).

Friedrich Bayer u. Co. in Leverkusen, A. G. für Anilinfabrikation in Treptow b./Berlin, Farbwerke vorm. Meister Lucius u. Brüning, Höchst a./M., Leopold Cassella u. Co., G. m. b. H., Frankfurt a./M., Chemische Fabriken vorm. Weiler-ter Meer, Uerdingen, Kalle & Co., A. G., Biebrich/Rh., Chem. Fabrik Griesheim-Elektron, Frankfurt a./M.

Im Herbst des Jahres 1919 wurden von den einzelnen Gesellschaften der I. G. insgesamt 307 Millionen Mark Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht ausgegeben, und zwar von der Badischen Anilin- und Sodafabrik, der A. G. für Anilinfabrikation und Meister Lucius & Co., A. G. je 72 Millionen Mark, der Rest entfiel auf die übrigen Firmen. Diese Vorzugsaktien wurden unter die einzelnen Gesellschaften der I. G. ausgetauscht, und zwar nach Maßgabe der von jeder Gesellschaft ausgegebenen Aktien. Die Ausgabe dieser Vorzugsaktien erfolgte zu pari bei einer Einzahlung von nur 25 %, sie erhielten $3^1/_2$ % Dividende, waren Namensaktien und konnten nur mit Zustimmung der Gesellschaften übertragen werden. Für den Fall der Beseitigung war Auslosung, Kündigung und Rückkauf vorgesehen[1]).

Die Bedeutung dieser Kapitaltransaktionen lag darin, daß die I. G. Farbenindustrie durch den Tausch der Vorzugsaktien und die damit im Zusammenhang stehende gegenseitige Einflußnahme der Werke aufeinander außerordentlich nach innen und außen gefestigt wurde und ein Schutz gegen Ueberfremdung geschaffen worden war.

Als nächstes Beispiel erwähnen wir den ehemaligen „Stinnes-Konzern". Es war dieser eine Interessengemeinschaft unter Schaffung einer Spitzengesellschaft, der „Siemens Rheinelbe-Schuckert-Union G. m. b. H.". Unter dieser Spitzen- oder Dachgesellschaft waren folgende Hauptgesellschaften vereinigt: Deutsch-Luxemburger Bergwerks- und Hütten A. G., Bochum, Gelsenkirchener Bergwerks A. G., Gelsenkirchen, Bochumer Verein für Bergbau und Gußstahlfabrikation A. G., Bochum, Siemens u. Haslke A. G., Berlin, Elektrizitätsgesellschaft vorm. Schuckert & Co. A. G., Nürnberg, Siemens-Schuckert-Werke, Berlin/Nürnberg.

Von der Interessengemeinschaft wurden zusammen 460 Millionen Mark Vorzugsaktien ausgegeben, jedoch in diesem Falle mit einfachem Stimmrecht[2]). Sie waren auch nur mit 25 % eingezahlt, hatten Anspruch auf eine 6 %ige kumulative prioritätische Dividende und im Liquidations-

[1]) Handbuch der dt. Akt.-Ges. u. Salings Börsenjahrbücher.

[2]) Wir erwähnen die Finanztransaktionen bei diesem Konzern, obwohl die Vorzugsaktien nur einfaches Stimmrecht besaßen, da sie auch zur Ueberfremdungsabwehr dienten und finanzielles Bindeglied waren.

falle ein Vorbefriedigungsrecht zum Kurse von 115 %, und zwar blieben von den Gewinnanteilen und dem Nachzahlungsrecht diejenigen Vorzugsaktien ausgeschlossen, die sich während des Bestehens des I. G.-Vertrages im Portefeuille einer der der Gemeinschaft angehörigen Gesellschaften befanden. Die Verwaltung derselben lag einem Gemeinschaftsrat ob, der aus 21 Mitgliedern, von denen je 6 von Gelsenkirchen, Deutsch-Luxemburg und Siemens & Halske und 3 von Schuckert delegiert waren, bestand.

Die hier zum Tausch gelangten Vorzugsaktien verteilen sich auf die einzelnen Gesellschaften wie folgt: Deutsch-Luxemburg, Gelsenkirchen und Siemens u. Halske je 130 Millionen und Siemens u. Schuckert 70 Millionen. Für die restlichen kleineren Firmen erübrigte sich eine Beteiligung, da sie innerhalb der Interessengemeinschaft genügend gefestigt und gesichert waren[1]).

Daß bei diesen Kapitaltransaktionen das Moment der drohenden Ueberfremdung in den Vordergrund geschoben wurde, geht aus folgenden Ausführungen von Carl Friedrich von Siemens, die er auf der Generalversammlung der Siemens-Schuckert-Werke anläßlich des Eintritts der Werke in die „Siemens Rheinelbe Schuckert Union" machte, hervor: „Um unser Aktienkapital mit dem von Deutsch-Lux und Gelsenkirchen abzustimmen, müssen wir zunächst 4 Millionen neue Aktien begeben und damit unser Kapital von 126 Millionen auf 130 Millionen Mark erhöhen. Da ferner der Bedarf an neuen Betriebsmitteln voraussichtlich noch recht groß sein wird, wollen wir in Parallele mit Gelsenkirchen und Deutsch-Lux 130 Millionen Vorzugsaktien herausgeben. Diese dienen bei den anderen Firmen gleichzeitig dem ja bei uns bereits vorhandenen Schutz gegen Ueberfremdung[2]) und sollen die I. G. vor einer Gefährdung durch Ueberfremdung auch nur eines ihrer Mitglieder bewahren, wie es bei anderen I. G. schon geschehen ist."[3])

Unseres Erachtens sind dies nicht allein die Gründe zur Ausgabe der Vorzugsaktien gewesen, vielmehr haben auch hier die gegenseitige Einflußnahme der Gesellschaften aufeinander durch Tausch der Aktien und die Festigung der I. G. durch eine finanzielle Verflechtung mitbestimmend gewirkt.

---

[1]) vergl. S a l i n g u. Handbuch d. dtsch. Akt.-Ges. 1925/26, ferner Plutus „Rheinelbe Union" vom 21. 7. 1920, Seite 232.

[2]) Die Gesellschaft besaß bereits Schutzaktien.

[3]) B e c k e r a t h: „Kräfte, Ziele und Gestaltungen in der deutschen Industriewirtschaft" (Anhang).

8. Neue Obligationen-Formen in der Nachkriegszeit.

Wir sind bei der Behandlung der Schutzaktien davon ausgegangen, daß die Vorzugsaktien der Nachkriegszeit von denen der Vorkriegszeit durch das ihnen beigelegte mehrfache Stimmrecht grundverschieden waren. Die Vorzugsaktien mit einfachem Stimmrecht und fester Dividende, wie wir sie in der Regel vor dem Kriege bei unsern Aktien-Gesellschaften fanden, glichen, wenn auch nicht juristisch, so doch wirtschaftlich sehr der Obligation. In der dritten Steuernotverordnung vom 14. Februar 1924 und den Durchführungsbestimmungen zu der Goldmark-Bilanz-Verordnung vom 28. Dezember 1923 werden diese Aktien daher auch als „schuldverschreibungsähnliche" bezeichnet. Im Gegensatz dazu hat die Nachkriegszeit auch Zwitterformen der Obligation, wie Bloch[1]) sie nennt, geschaffen, die juristisch zwar als Obligation angesprochen werden müssen, nach ihrer wirtschaftlichen Struktur aber sich stark der Aktie nähern, indem sie den Obligationär an der Dividende des Aktionärs mit einem Prozentsatz teilnehmen lassen. So gewährt z. B. die Werkzeugfabrik August Paschen in Cöthen ihren Obligationären außer einer 10 %igen Verzinsung die Hälfte der Jahresdividende ihrer Aktien.

Eine in dieser Hinsicht sehr interessante Obligationenausgabe war die der Osram-Gesellschaft in Berlin, einer Kommandit-Gesellschaft, deren Komplementärin die Osram G. m. b. H. ist[2]), und deren Kommanditisten die A.E.G., Siemens & Halske und die frühere Auer-Gesellschaft, jetzt Deutsche Gas-Glühlicht A. G. & Co. m. b. H. sind. Die Osram-Gesellschaft umfaßt außer den ehemaligen Glühlampenwerken ihrer Kommanditisten die Fabrikanlagen der Vereinigten Lausitzer Glühwerke A. G., deren Aktien sich zum größten Teil im Besitz der A.E.G. und von Siemens & Halske befinden und kontrolliert fast die gesamte Glühlampen-Industrie Deutschlands. Obwohl hier eine Konzernbildung riesigen Umfanges besteht, hat die Osram-Gesellschaft als Kommandit-Gesellschaft ebenso wenig wie ihre persönlich haftende Gesellschafterin als G. m. b. H. keine Publizitätspflicht, braucht ihre Bilanz nicht zu veröffentlichen und kann auch in keiner Form an einer Börse notiert werden. Dessen ungeachtet und entgegen früheren Gepflogenheiten bei Aktien-Gesellschaften, erhielt sie für ihre Obligationen die Zulassung zum Handel an der Berliner Börse und hat im

---

[1]) Bloch: „Neue Formen und Erscheinungen im Aktienrecht", Seite 368.

[2]) vergl. Seite 59 dieser Arbeit.

Februar 1922 die für die damalige Zeit beträchtliche Summe von 300 Millionen Obligationen neu aufgelegt, welche jährlich mit 5 v. H. fest verzinslich sind und außerdem für jedes angefangene oder volle Prozent, um das die Durchschnittsdividende der Stamm-Aktien der A.E.G. und der Siemens & Halske A. G. 10 v. H. übersteigt, eine Zusatzvergütung von $^3/_8$ v. H. bis zum Höchstbetrage von 5 v. H. gewährt. Die Rückzahlung erfolgt mit einem nach der Zeit der Rückzahlung abgestuften Aufgeld. Die A.E.G. und Siemens & Halske übernahmen für Rückzahlung des Kapitals nebst Aufgeld, sowie für Zinsen und Zusatzvergütung die selbstschuldnerische Bürgschaft[1]). Wir haben es hier mit einem bis dahin unbekannten Gebilde, B l o c h nennt es „Halbaktie", zu tun. Die Bezeichnung paßt insofern, als die Osram-Obligationäre an dem Gewinnergebnis zweier Akt.-Gesellschaften beteiligt wurden, deren Aktionäre sie nicht sind, deren Aktionäre ihnen aber für Kapital und Früchte garantieren.

Als weiteres Beispiel führt B l o c h die ebenfalls der A.E.G.-Gruppe nahestehende Treuhand A. G. für Verkehrs- und Industriewerke in Berlin an, die ihren Obligationären außer 6 v. H. Zinsen einen jährlichen Zuschlag im Werte von höchstens 20 finnischen Mark nach Maßgabe des Jahresgewinnes der Wiborgs Gas- und Elektrizitäts-Gesellschaft, deren gesamte Aktien sie besitzt, gewährt.

Im Februar 1923 brachte die Gemeinschaftsgruppe der deutschen Hypothekenbanken Obligationen mit gleitender Zinsberechnung auf den Markt, wobei 8 v. H. Zinsen garantiert waren und bis zu 16 v. H. mit dem Reichsbankdiskont anwuchsen. Derartige Emissionen geschahen unter dem Druck der Geldentwertung, welche die Aktiendividenden zu ungeahnten Papiermarkhöhen steigerte[2]).

9. Genußscheine.

Wir haben vorher in einem besonderen Abschnitt über die Kapitalerhöhungen vor und nach dem Kriege gesprochen und gesehen, daß diese in der Nachkriegszeit vornehmlich zur Betriebsmittelbeschaffung dienten. Viele Gesellschaften erreichten diesen Zweck auch ohne Erhöhung des Aktienkapitals durch Ausgabe von Genußscheinen. Die Genußscheine sind vom HGB. selbst nicht erwähnt, sondern von der Praxis geschaffen worden und haben erst nach dem Kriege größere Bedeutung erlangt. Obwohl unter ihrem

[1]) B l o c h a. a. O., Seite 369.
[2]) B l o c h a. a. O., Seite 369.

Namen die verschiedenartigsten Rechtsgebilde zusammengefaßt werden, ist ihnen nach einer Definition des Reichsgerichts gemeinschaftlich, daß sie „Inhaber oder Namenspapiere über eine Geldschuldforderung sind, die dem Inhaber gegenüber der Gesellschaft zusteht, und klagbare Rechte gegen die Gesellschaft begründet. Die Rechte aus den Genußscheinen sind also regelmäßig, einerlei, ob sich die Scheine in den Händen von Aktionären oder dritten Personen befinden, reine Gläubigerrechte, die Anteil am Gewinn, meist auch am Liquidationserlöse gewähren.“[1]) Soweit letzteres der Fall war, wurden die Genußscheine voll einbezahlt und sollten nach einer 100 %igen Auszahlung der Stammaktien am Liquidationserlöse teilnehmen. Die Genußscheine dienten hier also der Kapitalbeschaffung. Die Ausgabe der Genußscheine von seiten der Verwaltungen erfolgte hauptsächlich, um das Aktienkapital der Gesellschaften nicht zu hoch anschwellen zu lassen, da bei der Begebung neuer Aktien, wenn diese an eine nicht zur Verwaltung gehörende Gruppe gelangten, die Gefahr bestand, daß eine Schmälerung der Machtstellung der Verwaltungen herbeigeführt würde. Die Genußscheine dagegen hatten kein Stimmrecht, und hierin lag der wesentlichste Unterschied von den Stammaktien. Einen Anteil am Liquidationserlöse hatten die Genußscheine meist dann nicht, wenn sie gratis an die von der Generalversammlung bestimmten Gruppen abgegeben wurden; es behielten sich die Verwaltungen in solchen Fällen den Rückkauf zu einem bestimmten Prozentsatz vor[2]). An der Dividende nahmen die Genußscheine in der Regel teil; sie waren, unabhängig von dem Rechte des Aktionärs, frei veräußerlich, gaben aber auch keine gesellschaftlichen Herrschaftsrechte, insbesondere kein Stimmrecht. Zum Teil waren sie sogar zum Handel an der Börse zugelassen, wie z. B. diejenigen der Stettiner Chamotte-Fabrik und der Ilse-Bergbau A. G.[3]).

[1]) Bloch a. a. O., Seite 372.
[2]) Aron: Die Kapitalveränderungen deutscher Aktien-Gesellschaften nach dem Kriege, Seite 37.
[3]) Bloch a. a. O., Seite 373.

Hauptteil II.

Neue Erscheinungen im Aktienwesen im Anschluß an die Goldmarkbilanzverordnung.

1. Umstellung der Aktiengesellschaften nach der Goldmarkbilanzverordnung.

Ueber die Gründe der Kapitalerhöhungen der Aktiengesellschaften in der Inflation und die Art ihrer Durchführung haben wir bereits vorher eingehend gesprochen. Wir haben durch statistisches Material den Umfang der Kapitalerhöhungen zum Ausdruck gebracht. Die dort angeführten Zahlen sind in Anbetracht der Entwicklung unserer Mark nicht allzu groß und täuschen nur eine Blütezeit unserer deutschen Industrie vor; den Trugschluß dieser Scheinblüte können wir deutlich bei der Stabilisierung der deutschen Mark im November 1923 erkennen. Als plötzlich der Stillstand des Dollarkurses nach oben erreicht war, traten die Folgeerscheinungen der Kapitalpolitik der deutschen Aktiengesellschaften, die teils gezwungen, teils freiwillig die andauernden Kapitalerhöhungen vorgenommen hatten, klar zutage. Als plötzlich eine Billion = 1 Goldmark gesetzt wurde und die Umrechnung des Aktienkapitals der Gesellschaften in Goldmark, soweit sie dies noch nicht getan hatten, erfolgte, wurde klar, wie sehr sich die meisten Aktiengesellschaften bei der Erhöhung ihres Kapitals, vor allem derjenigen Gesellschaften, die erst in der Inflation gegründet waren, übernommen hatten.

Durch die Goldmarkbilanzverordnung vom 28. 12. 1923 wurden die Aktiengesellschaften gezwungen eine Vermögensbilanz in Goldmark, die sog. Goldmarkeröffnungsbilanz, aufzustellen.

a) Möglichkeiten der Umstellung.

α) Das Goldmarkvermögen deckt sich mit dem Grundkapital.

Durch die Goldmarkbilanz wurden einerseits das vorhandene Vermögen einer Gesellschaft und andererseits die geleisteten Aufwände zur Durchführung des Betriebes ersichtlich[1]). Je nachdem sich das Verhältnis von Goldrein-

[1]) Es ist hierbei an die Differenz zwischen dem Geldwert der Aktiven und dem Geldwert der Verpflichtungen gedacht. — Zu erwähnen ist, daß die Verordnung über Goldbilanzen bestimmt, abweichend von dem bisherigen Recht, daß die auf den Anschaffungs- und Herstellungspreis sich gründenden Be-

vermögen zum Goldgrundkapital gestaltete, waren die weiteren Maßnahmen von seiten der Gesellschaft zu ergreifen. Deckte sich bei einer Aktiengesellschaft nach Aufstellung der Goldmarkeröffnungsbilanz das Goldreinvermögen mit dem Goldgrundkapital, so war der Bilanzausgleich ohne weiteres gegeben, und es blieb alles beim alten. Es wird dies häufig bei den Gesellschaften der Fall gewesen sein, die ihr Aktienkapital während der Inflation nicht verwässert hatten, ihr Aktienkapital infolgedessen noch Goldkapital war.

ß) Das Goldmarkvermögen ist kleiner als das Grundkapital.

War das Vermögen der Gesellschaften bei der Umstellung kleiner als das Grundkapital, so mußte der noch bestehende Reservefonds aufgelöst und zur Deckung der Verluste herangezogen werden, oder, falls dadurch die Unterbilanz noch nicht gedeckt wurde, war die Sanierung der Gesellschaft einzuleiten. Diese Sanierung konnte auf dreierlei Weise durchgeführt werden. War der noch zu deckende Verlust verhältnismäßig geringfügig, so konnte derselbe vorgetragen werden, oder er wurde auf ein eigenes dazu zu errichtendes Konto, das sogenannte Kapitalentwertungskonto, übertragen, das dann durch jährliche Abschreibungen aus dem Reingewinn abgedeckt werden mußte. Bis zu seiner Abtragung war eine Gewinnausschüttung nicht möglich. Das Kapitalentwertungskonto durfte nicht mehr als $^9/_{10}$ des Betrages des Grund- oder Stammkapitals (Eigenkapitals) ergeben, und die Gesellschaften waren verpflichtet, das Kapitalentwertungskonto innerhalb von drei Geschäftsjahren auszugleichen. Die Gesellschaft konnte ferner Zuzahlungen von den Aktionären verlangen, ohne das Grundkapital zu erhöhen. Als letzte Möglichkeit blieb noch die Zusammenlegung des Aktienkapitals, jedoch erst dann, wenn durch eine einfache Denomination der Aktienbeträge bis zu dem gesetzlichen Mindestbetrag von 20 Goldmark pro Aktie, falls der Kurs am 31. 12. 1923 nicht 40 Billionen Prozent

---

wertungsvorschriften für die Golderöffnungsbilanz außer Betracht zu bleiben haben, und zwar nicht nur für Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien, sondern auch für alle Unternehmungen, deren Satzungen die Anwendung der in § 261 Ziff. 1—3 d. HGB. betroffenen Bestimmungen vorgesehen haben.

Bei der Golderöffnungsbilanz brauchte also die Gesellschaft nicht den niedrigeren Wert anzusetzen, den Ziff. 1 d. § 261 HGB. fordert. Die Ziff. 2 u. 3 sind aufgehoben.

Für die folgenden Bilanzen gelten die in der Eröffnungsbilanz eingesetzten Werte als Anschaffungs- oder Herstellungspreise im Sinne des § 261, Nr. 1, 2 u. 3.

betragen hatte (also höchstens 50 : 1 von ℳ 1000.—). Der Bilanzausgleich nicht herbeizuführen war[1]). Bei dieser Konvertierung des Aktienkapitals machte sich meistens das Bedürfnis nach neuem Kapital bemerkbar, so daß im Anschluß daran gleichzeitig eine neue Kapitalerhöhung vorgenommen werden mußte.

γ) **Das Goldmarkvermögen ist größer als das Grundkapital.**

Ueberstieg das Goldmark-Reinvermögen das Grundkapital, so konnte der Ueberschuß einerseits in den Reservefonds eingestellt werden oder der Ueberschuß wurde zur Heraufsetzung des Grundkapitals (Kapitalerhöhung) benutzt. Beide Maßnahmen, Einstellung in den Reservefonds und Heraufsetzung des Grundkapitals, konnten miteinander verbunden werden.

b) Zukünftige Höhe des Grundkapitals.

Der Mindestbetrag einer umgestellten Aktien-Gesellschaft mußte 5000 Goldmark betragen, während der bei Neugründungen in Zukunft mindestens 50 000.— Goldmark sein mußte. Bei einer Neugründung durfte der Nominalbetrag der einzelnen Aktie nicht unter 100 Goldmark liegen, abgesehen von Aktien gemeinnütziger Unternehmen und Namensaktien.

c) Entstehung der Kleinaktien infolge der Umrechnung.

So haben denn die Goldbilanzen der meisten Aktiengesellschaften nicht gerade angenehme Ueberraschungen gebracht, und alle diejenigen Gesellschaften, welche nicht bereits in den beiden letzten Inflationsjahren in Gold gerechnet hatten, mußten merken, wie sehr sie sich in all den Jahren geirrt hatten, in denen sie sich im Besitz so reicher Gewinne glaubten, daß sie, um der Steuer nicht allzu viel zu geben, auf alle mögliche Weise Kapitalien in Nebenkanäle fließen zu lassen getrachtet hatten. Der Goldwert der Substanz bei fast allen Gesellschaften war verringert, weil der Produktionsapparat sich in den meisten Fällen für die wirtschaftlichen Möglichkeiten nach der Stabilisierung als viel zu ausgedehnt und kostspielig erwiesen hatte.

Der Kapitalschwund stellte die Aktiengesellschaften vor besondere Probleme, denn gleichgültig, ob dabei die normale Verminderung der Substanz oder eine Verwässerung

[1]) Siehe S. 69 ff. dieser Arbeit.

des Aktienkapitals vorlag, mit Ausnahme von ganz wenigen Fällen mußten die Aktien zusammengelegt werden[1]). Es sind die Zusammenlegungen bei den meisten Aktien-Gesellschaften in höherem Maße erfolgt, als man vermutet hatte und es nötig gewesen wäre[2]). Die Verwaltungen hatten die Gelegenheit der Goldbilanz-Aufmachung für außerordentlich rigorose Abbuchungen benutzt, um gleichzeitig tabula rasa für eine neue Zeit zu machen. Die an der Börse amtlich eingeführten Aktien waren bei den Zusammenlegungen noch ziemlich glimpflich weggekommen, viel schlimmer wurden die Freiverkehrswerte behandelt. So gab es eine Aktien-Gesellschaft für Farbentechnik, die auf 250 000 Papiermark Aktien nur 1 Goldaktie über ℳ 20.—, obendrein noch unter neuer Goldeinzahlung, ausgegeben hatte. Ferner hatte die Donauland-Handels A. G. von 200 000 : 1 und die Allgemeine Waren-Handels A. G. von 500 000 : 1 zusammengelegt, d. h. auf 200 000 bezw. 500 000 Papiermarkaktien erhielten die Aktionäre 1 Goldaktie über ℳ 20.—. Es waren dies also glatte Konfiskationen des Kapitals der Aktionäre![3])

Diese Umstellungspolitik von seiten der Verwaltungen läßt sich von mehreren Gesichtspunkten aus betrachten. Der Hauptgrund für eine übermäßig starke Zusammenlegung dürfte in der zukünftigen Rentabilität der betreffenden Gesellschaft zu suchen gewesen sein, also in der Schaffung einer Goldreserve, aus der sich eine angemessene Verzinsung ergeben sollte[4]). Daß trotzdem die Dividenden sehr viel zu wünschen übrig ließen, darauf kommen wir noch später zurück. — Für eine starke Zusammenlegung konnte zweitens z. B. der Wunsch sprechen, den aus der Umstellung hervorgegangenen Aktien sogleich ein beträchtliches Agio gegenüber dem Parikurse zu sichern, um auf diese Weise etwaigen Neuemissionen der gleichen Aktie den Weg zu ebnen[5]). Auch die Verwaltungen selber hatten ein großes Interesse an starken Zusammenlegungen der Aktien, denn je stärker diese vorgenommen und je mehr Rückstellungen damit geschaffen wurden, desto weniger brauchte der Gewinn der

---

[1]) vergl. Bernhard: „Kleinaktien", Plutus vom 1. 2. 1924.

[2]) vergl. Schmalenbach: Die Goldmarkbilanz, Seite 14 und d. Tag v. 24. XI. 1924 „Wie die Goldbilanz nicht aufzumachen ist".

[3]) vergl. Münch: „Die Zusammenlegungen", Vossische Zeitung Nr. 438 vom 14. 9. 1924 morg.

[4]) Denn je kleiner das Grundkapital einer Gesellschaft war, eine umso höhere Dividende konnte bei Gewinn auf die einzelne Aktie entfallen.

[5]) Die Aktien der Harpener Bergbau A. G., einer Gesellschaft, die bis zur Umstellung mit Friedenskapital gearbeitet hatte, notierten im Januar 1924 z. B. nur 90 %.

folgenden Jahre zu derartigen Rückstellungen und Abschreibungen verwendet zu werden. Da nach § 237 HGB. die Tantieme der Mitglieder des Vorstandes vom Reingewinn zu berechnen ist, der nach Vornahme sämtlicher Abschreibungen und Rücklagen verbleibt und nach § 245 HGB. die Errechnung der Tantieme der Mitglieder des Aufsichtsrats vom Reingewinn erfolgt, der sich „nach Vornahme sämtlicher Abschreibungen und Rücklagen sowie nach Abzug eines für die Aktionäre bestimmten Betrages von mindestens 4 % des eingezahlten Grundkapitals" ergibt, erbrachten die stärkeren Zusammenlegungen höhere Tantieme als die geringeren[1]). Auf der anderen Seite sprach aber gegen eine zu scharfe Zusammenlegung der Gedanke, daß dadurch das Kapitalistenpublikum von einer Beteiligung an der betreffenden Gesellschaft abgeschreckt wurde.

α) Beträge der Kleinaktien.

Die Goldmark-Bilanzverordnung hat mit den Bestimmungen des alten HGB., wonach die Höhe der einzelnen Aktie im allgemeinen mindestens 1000.— ℳ, in besonderen Fällen, so nach § 180, Abs. 2, 3 bei Aktien gemeinnütziger Unternehmen und bei Namensaktien mindestens ℳ 200.— betragen mußten, gebrochen. Bei Aktiengesellschaften und Kommandit-Gesellschaften auf Aktien war für bestehende Gesellschaften, deren Aktienwert am 31. 12. 1923 nach dem Steuerkurszettel zur Vermögenssteuer weniger als 400 Billionen Mark für 100 Mk. Aktienkapital (entsprechend einem Börsenkurse von 40 Billionen Prozent) betragen hatte, als Mindestgrenze ein Betrag von 20 Goldmark für jede Aktie vorgeschrieben. Gesellschaften, deren Aktien einen höheren Kurs aufwiesen, waren an die in § 10, Abs. 2 der Gold-Bilanzverordnung (nach der in besonderen Fällen entsprechend § 180, Abs. 2, 3 HGB. auch ein kleinerer Betrag, mindestens aber 20 Goldmark zugelassen ist), vorgeschriebene Mindestgrenze von 100 Goldmark gebunden. Sofern die Aktien nicht auf einen Betrag von 100 Goldmark gestellt wurden, mußten sie bei der Umstellung auf ein Vielfaches von 100 Goldmark gestellt werden. Ueberstieg der auf die Aktien entfallende Betrag 100 Goldmark oder ein Vielfaches davon, so konnten neben der 100 Goldmark-Aktie für die Spitzenbeträge oder an Stelle der 100 Goldmark-Aktie für den gesamten Betrag Aktien über 20 oder 50 Goldmark oder ein Vielfaches dieser Beträge gewährt werden. Jedoch durften Aktien, die nicht auf ein Vielfaches von 100

[1]) Aron a. a. O., Seite 37.

Goldmark lauteten, den Betrag von 250 Goldmark nicht überschreiten.

Bemerkenswert ist, wie oben bereits erwähnt, daß die Gesellschaften nach der Goldmark-Bilanzverordnung bei der Umstellung des Grund- oder Stammkapitals zum Schutze der Kleinaktionäre bis zu der eben erwähnten Mindestgrenze der Aktien oder Anteilsbeträge zunächst den Nominalbetrag herabsetzen mußten, bevor sie zu einer Zusammenlegung der Aktien schreiten durften. Bei Aktien von ℳ 1000.— konnte also die Zusammenlegung erst dann in Betracht kommen, vorausgesetzt, daß der Kurs am 31. 12. 1923 über 40 Billionen Prozent betragen hatte, wenn die Kapitalreduktion über 10 : 1 hinausging.

ß) Notwendigkeit der Kleinaktien infolge der Beschaffenheit des Geld- und Kapitalmarktes nach der Stabilisierung.

Abgesehen von der Notwendigkeit der Schaffung von Kleinaktien, die auf der Umrechnung des Aktienkapitals in die neue Währung beruhten, sprach für die Schaffung von Kleinaktien die Beschaffenheit des Geld- und Kapitalmarktes nach der Stabilisierung. Bei dem außerordentlichen Kapitalmangel und der überaus schlechten Verfassung des Aktienmarktes boten die Kleinaktien in höherem Maße eine Gewähr, Aufnahme in Kapitalistenkreisen zu finden, als die früheren Aktien über 1000.— ℳ, zumal, da in den Monaten nach der Stabilisierung die Neubildung von Kapital nur sehr langsam vor sich ging. Der im Dezember 1924 erschienene Wirtschaftsbericht der Kommerz- und Privatbank läßt sich darüber in beachtenswerter Weise aus: „Der Gesundungsprozeß unserer Wirtschaft schreitet nur in langsamem Tempo vorwärts, das bezieht sich vor allem auf die Kernfrage, der Grundlage jeder ersprießlichen Wirtschaftstätigkeit und der Voraussetzung für die der Wirtschaft zu gewährenden Kredite. Wie langsam die Neubildung von Kapital vor sich geht, zeigt der Umstand, daß von den, den Sparkassen zur Verfügung gestellten Mitteln, nur etwa 20 % auf wirkliche Spareinlagen entfallen, während etwa 80 % Giroguthaben der Kommunen und sonstiger öffentlich-rechtlicher Körperschaften darstellen dürften. Auch bei den Banken dürfte unter den Depositen das eigentliche Sparkapital kaum einen größeren Prozentsatz ausmachen."[1])

[1]) vergl. Vossische Zeitung Nr. 576 v. 7. XII. 1924 Morgenausgabe. Das Problem der Kapitalbeschaffung nach der Stabilisierung hat eine bedeutungsvolle Rolle bei den deutschen Aktiengesellschaften gespielt. Vergl. hierüber: Hachenburg und Flechtheim: „Empfehlen sich Aenderungen der Gesetzgebung zur Erleichterung der

d) Behandlung der Mehrstimmrechtsaktien nach der Goldmarkbilanzverordnung und ihre Bedeutung nach der Stabilisierung.

Im ersten Teil unserer Arbeit haben wir die Bedeutung der Mehrstimmrechtsaktien in der Inflation behandelt und die Gründe zu ihrer Ausgabe, ihre Vor- und Nachteile kennengelernt. Es bleibt uns nun zu untersuchen, wie diese Aktien bei der Umstellung behandelt wurden, und welche Bedeutung sie nach der Stabilisierung der Mark für unsere Aktiengesellschaften hatten. Interessant sind die Ausführungen, die Kurd Wenkel[1]) in den Plutusbriefen vom 1. 1. 1926 hierzu macht. Er fordert eine baldige restlose Beseitigung sowohl der Mehrstimmrechtsaktien, als auch besonders der Vorratsaktien. Wenkel bedauert, daß der Gesetzgeber bei der Normierung der Umstellungsvorschriften beide Aktiengattungen, wenn auch nur indirekt, sanktioniert hat, anstatt Vorschriften zu ihrer Beseitigung zu erlassen. „Man darf allerdings nicht vergessen, daß die Goldbilanzgesetzgebung Gelegenheitsarbeit war. Das Reichswirtschaftsministerium und das Reichsjustizministerium, welche die Urheberschaft für die Goldbilanz-Verordnung vom 28. 12. 1923 und ihre 7 Durchführungsverordnungen tragen, hatten gar nicht den Ehrgeiz, und bei der Dringlichkeit ihrer Vorlagen auch wohl nicht die Zeit dazu, einzelne Mißstände zu prüfen und ihre Abstellung zu veranlassen. Sie wollte lediglich so schnell wie möglich die Buchführung und die Bilanzen der deutschen Kaufleute auf die neue Goldrechnung umstellen, aus der im Oktober 1924 dann die Reichsmark herauskristallisiert worden ist.“[2])

Hinsichtlich der mit mehrfachem Stimmrecht ausgestatteten Aktien wurde bestimmt, daß nach der Umstellung der Betrag dieser Aktien auf mindestens eine Goldmark oder ein Vielfaches davon, der gesamte Nennbetrag dieser Aktien auf mindestens 5000 Goldmark lauten mußte. Wurden diese Nennbeträge nicht erreicht, so hatten die Aktionäre das Recht, die für die Einhaltung der Mindestgrenzen erforderlichen Beträge sowie den Betrag der ent-

---

Kapitalbeschaffung bei Aktiengesellschaften?“ Bankarchiv Jahrg. 1924 vom 15. X. 1924, S. 24. Ferner Haußmann: „Aktienrecht und Kapitalbeschaffung“, Voss. Ztg. Wochenbeilage zu Nr. 37 v. 11. IX. 1924.

[1]) vergl. Wenkel: Die Entstehung und Bedeutung der Schutz- und Vorratsaktien.

[2]) vergl. Wenkel a. a. O., Seite 10.

sprechenden Kosten zu zahlen (§ 29a d. zweiten Durchführungsverordnung).

Der § 27 bezw. 28 Abs. 1 der zweiten Durchführungsverordnung und § 29a der fünften Durchführungsverordnung schreiben die Behandlung der mehrstimmigen obligationsähnlichen Vorzugsaktien vor und zwar, daß der auf die Aktien dieser Gattung entfallende Kapitalanteil den Goldmarkwert der auf sie geleisteten Einzahlung, über den amtlichen Berliner Dollar-Mittelkurs berechnet, keinesfalls überschreiten dürfe. Das ist die obere Grenze, während die untere durch den Umstellungsbetrag für die übrigen Aktien der betreffenden Gesellschaft gegeben ist. Da er aber meist wesentlich höher ist, als der Goldeinzahlungsbetrag der Mehrstimmrechtsaktien, wird er nur in ganz wenigen Ausnahmefällen praktisch. „An dem Stimmverhältnis sollte dabei nichts geändert werden, d. h. die umgestellten Vorzugsaktien durften im Verhältnis zu dem Gesamtstimmenaufkommen der übrigen Aktien, dasselbe Stimmrecht behalten, das ihnen bisher angehaftet hatte."

„Eine Gesellschaft, die beispielsweise 100 Mill. Mark Stammaktien und 10 Mill. Mark Vorzugsaktien besaß, von denen die Stammaktien pro ℳ 1000.— eine Stimme und die Vorzugsaktien für dieselbe Einheit 10 Stimmen gewährten, hatte demnach, wenn die Goldbilanz einen Ueberschuß der Aktiva über die Passiva von 10 Mill. Goldmark auswies und die Vorzugsaktien einen Goldeinzahlungswert von ℳ 5000.— aufwiesen, die Stammaktien von ℳ 1000.— im Verhältnis von 10 : 1 auf hundert Goldmark und die Vorzugsaktien im Verhältnis von 2000 : 1 auf je eine Goldmark umzustellen, sie konnte aber, wie es auch überall geschehen ist, die Stammaktien mit einfachem Stimmrecht pro 100 Goldmark, die Vorzugsaktien dagegen mit 20-fachem Stimmrecht pro eine Goldmark, im Vergleich zur Stammaktieneinheit, also mit 2000 fachem Stimmrecht. ausstatten, so daß dann ebenso wie bisher den hunderttausend Stimmen der 10 Mill. Goldmark bezw. 100 Mill. Mark Stammaktien hunderttausend Stimmen der 5000 Goldmark bezw. 10 Mill. Mark Vorzugsaktien gegenüberstehen."

„Diese Regelung war für die Vorzugsaktionäre von vornherein sehr günstig, denn sie behielten nicht nur ihr volles Stimmrecht, sondern gleichzeitig auch den ganzen Goldbetrag der in ihren Aktien investierten Geldmittel, der z. Zt. der Inflation nur in Ausnahmefällen erhalten worden ist. Eine Reihe von Vorzugsaktionären hat sich aber auch damit nicht zufrieden gegeben, sondern darüber hinaus jede Mög-

lichkeit benutzt, noch besondere Vorteile für sich in Anspruch zu nehmen."

„Ein beliebter juristischer Trick war ferner, bald nach dem Erlaß der Goldbilanzverordnung, die Umwandlung der Vorzugsaktien in Stammaktien, rückwirkend zum letzten Papierbilanz-Stichtag. Die Vorzugsaktionäre büßten dabei zwar ihr Mehrstimmrecht ein, sie sicherten sich aber für ihre kapitalmäßig geringwertigen Vorzugsaktien das Goldnominale der Stammaktien." „Eine andere Möglichkeit, das Gesetz zu umgehen, bestand in einer sehr weitherzigen Auslegung des § 28, 3 d. II. Durchführungsverordnung, der besagt, daß für solche Aktien, auf die Einlagen nach dem Kurs oder Wert der nach den allgemeinen Bestimmungen umzustellenden Aktien geleistet worden sind, die obere Grenze des Einzahlungsgoldwertes keine Geltung hat. Die Bestimmung sollte sich selbstverständlich nur auf den Emissionstag beziehen und nicht etwa auf einen willkürlichen späteren Börsentag. Da eine solche Feststellung im Gesetz aber nicht ausdrücklich gemacht ist, hat beispielsweise die Plauener Gardinenfabrik A. G. ihren Vorzugsaktionären gestattet, auf Grund eines stark gedrückten Börsenkurses, der nur ungefähr die Hälfte des neuen Goldnennwertes ausgemacht hat, die „Vollzahlung" zu leisten. Die Vorzugsaktien durften dann mit einem Schein des Rechts ebenso umgestellt werden, wie die Stammaktien."

„Die Vogtländische Spitzenweberei A. G., die Vogtländische Tüllfabrik A. G. und andere schlugen einen dritten Weg ein. Sie verfuhren bei der Herabsetzung zwar korrekt, ließen aber gleichzeitig eine Satzungsbestimmung beschließen, daß den Vorzugsaktien regelmäßig eine so vielfache höhere Dividende auszuzahlen ist, wie sie den Stammaktien anhaftet, gemessen an einem Vorzugsaktiennennwert, der sich ergeben hätte, wenn die Vorzugsaktien in demselben Verhältnis wie die Stammaktien herabgesetzt worden wären. Die Vogtländische Spitzenweberei A. G. stellte demgemäß die Vorzugsaktien zwar 5 mal so scharf um, wie die Stammaktien, bestimmte aber gleichzeitig, daß die Vorzugsaktien regelmäßig 5 mal so viel Dividende bekommen als die Stammaktien. Damit wurde das Gesetz natürlich aufgehoben, denn der Nominalbetrag einer Aktie ist an und für sich nur fiktiv; ihr Wert richtet sich, wie der einer jeden Kapitalanlage in erster Linie nach der Verzinsung. Die Fälle, in denen solche „Kompensationen" für die angebliche Benachteiligung der Stimmrechtsaktien vorgenommen wurden, sind ziemlich zahlreich. Das, was den Vorzugsaktionären über ihren Anspruch hinaus unbilligerweise gegeben wurde,

konnte natürlich immer nur aus der Gesellschaftssubstanz, also aus „dem Vermögen der Stammaktionäre, genommen werden." . . „So zählen z. B. die Fälle, in denen auf die Vorzugsaktien, obwohl die Stammaktionäre überhaupt nichts erhielten, rückständige Dividenden aus den Inflationsjahren gezahlt wurden, auf die bestenfalls ein geringfügiger Aufwertungsanspruch bestanden hätte, nach Dutzenden (Papierfabrik Reisholz, Wurzener Kunstmühlen Krietsch u. a.). Ja sogar dort, wo bereits eine gerichtliche Entscheidung gegen eine zu hohe Bemessung des auf die Vorzugsaktien entfallenden Kapitalanteils vorlag, hat man teilweise noch Auswege gesucht und gefunden. So wurde die Eisenhüttenwerk Keula A. G. zwar gezwungen, ihre Vorzugsaktien in einer revidierten Reichsmark-Eröffnungsbilanz auf ihren Goldeinzahlungswert umzustellen; die Differenz, die sich aus dem ursprünglichen Umstellungsbetrag, der nach dem Herabsetzungsverhältnis der Stammaktien bemessen worden war, ergab, ist aber nicht, wie es notwendig gewesen wäre, dem Stammkapital oder dem Reservefonds zugeführt worden, sondern wurde in ein neues Konto „Reserve für Umwandlung der Vorzugsaktien in Stammaktien" eingestellt."[1]) Damit sollte ermöglicht werden, den Vorzugsaktionären, d. h. den Verwaltungskreisen, in einem späteren Zeitpunkt noch zuzuführen, was man ihnen mit Rücksicht auf die erzwungene Gerichtsentscheidung nicht sofort geben konnte.

Die Heinrich Thiele A. G. in Dresden (Leder- und Treibriemen-Fabrik) hat den Inhabern ihrer Reichsmark 6000.— Vorzugsaktien als Entgelt für den Verzicht auf das nicht mehr zeitgemäße 40fache Stimmrecht den Umtausch in nicht weniger als Reichsmark 22 500.— Stammaktien aus ihrem Vorrat (also Vorratsaktien) angeboten. Bei einem Börsenkurs von 46 % für die Stammaktie am 28. 2. 1926 an der Dresdner Börse bedeutete, daß eine Bewertung der Vorzugsaktien mit $172^1/_2$ % auf der damals gedrückten Basis! Eine derartige Vermögenszuschiebung kann ebenfalls nicht als gerechtfertigt betrachtet werden. Wenn auch in diesem Falle nicht gerade rückständige Dividenden aus den Inflationsjahren gezahlt wurden, so hatte die Gesellschaft doch vor dem Umtausch noch die satzungsgemäße Dividende von 7 % für die Jahre 1924 und 1925 auf die Vorzugsaktien ausgeschüttet, während die Stammaktien dividendenlos geblieben waren[2]).

Im Anschluß an diese Ausführungen ist es interessant,

---

[1]) vergl. Wenkel a. a. O., Seite 10 u. 11.
[2]) vergl. Frankfurter Ztg. Nr. 158 v. 28. 2. 1926 Morgenausgabe.

festzustellen, in welchem Maße bei unseren Aktien-Gesellschaften die Mehrstimmrechtsaktien Verbreitung gefunden haben. In Wirtschaft und Statistik, 5. Jahrgang, Nr. 22, vom November 1925 wird erstmalig der Versuch gemacht, ein Bild darüber zu geben. Da für die unnotierten Werte keine zuverlässigen Angaben erhältlich waren, beschränkt sich die Statistik auf solche Aktien-Gesellschaften, die an einer der deutschen Börsen amtlich notiert werden und zur Zeit der Erhebung bereits ihre Kapitalien auf Gold umgestellt hatten. Im ganzen umfaßt die Statistik 1595 Gesellschaften mit einem Grundkapital von 11,2 Milliarden Mark. Für ca. 100 Gesellschaften mit 1,4 % des Nominalkapitals aller amtlich notierten Aktien-Gesellschaften waren noch keine Angaben zu erhalten. Die von der Statistik erfaßten Gesellschaften machen von allen deutschen Aktien-Gesellschaften, die bis zum 30. 9. 1925 ihre Goldumstellung im Reichsanzeiger veröffentlicht hatten, der Zahl nach zwar nur 13,5 %, dem Kapital nach aber 64,5 % aus.

Aus der Statistik (s. S. 76) können wir ersehen[1]), daß von den 1595 erfaßten Aktien-Gesellschaften 860 Gesellschaften, also mehr als die Hälfte, 53,9 %, Aktien mit bevorzugtem Stimmrecht besaßen. Allerdings ist der Anteil, wie die Uebersicht zeigt, in den einzelnen Gewerbegruppen ein sehr verschiedener. Der stärkste Gebrauch wurde von den Stimmrechtsaktien in der verarbeitenden Industrie, der verhältnismäßig geringste im Bankgewerbe gemacht. Das Grundkapital der Aktien-Gesellschaften insgesamt betrug 11,2 Milliarden Mark, das der Gesellschaften mit Aktien mit bevorzugtem Stimmrecht rund 6,3 Milliarden Mark, dem Kapital nach also 56,5 %. Bei den Gesellschaften, die Aktien mit Stimmrechtsvorzug ausgegeben hatten, beläuft sich der eingezahlte Betrag der Aktien mit einfachem Stimmrecht auf 6,1 Milliarden, derjenige der Aktien mit bevorzugtem Stimmrecht aber nur auf rund 147,6 Milliarden Reichsmark oder auf 2,4 % des gesamten eingezahlten Kapitals. Die Stimmen der Aktien mit einfachem und bevorzugtem Stimmrecht ergeben zusammen 186 Millionen, davon entfallen auf die Aktien mit bevorzugtem Stimmrecht allein 71 Millionen, also 38,2 % aller Stimmen. In der Industrie der Grundstoffe (Schwerindustrie, Industrie der Baustoffe und Chemische Großindustrie) erreicht der Anteil der Stimmen der Stimmrechtsaktien an den Gesamtstimmen mit 42,9 % den höchsten Prozentsatz. Am geringsten ist dieser Anteil im Bankgewerbe mit 30,2 %.

[1]) Diese Ausführungen sind in Anlehnung an die Abhandlung von Wenkel a. a. O. und Wirtschaft u. Statistik v. Nov. 1925 gemacht.

Die Stimmrechtsverhältnisse der 1595 Aktiengesellschaften.

Bezeichnung	Anzahl der Akt.-Ges. ohne Aktien mit bevorzugtem Stimmrecht	Anzahl der Akt.-Ges. mit Aktien mit bevorzugtem Stimmrecht	Sp. 2 in % der Sp. 1 + 2	Grundkapital der Akt.-Gesellschaften ohne Aktien mit bevorzugtem Stimmrecht in 1000 RM.	Grundkapital der Akt.-Gesellschaften mit Aktien mit bevorzugtem Stimmrecht in 1000 RM.	Sp. 5 in % von Sp. 4 + 5	Bei den Gesellschaften, die Aktien mit Stimmrechtsvorteil ausgegeben haben: Eingezahlter Betrag[1]) der Aktien mit einfachem Stimmrecht in 1000 RM.	Eingezahlter Betrag[1]) der Aktien mit bevorzugtem Stimmrecht in 1000 RM.	Sp. 8 in % von Sp. 7 + 8	Die Aktien mit einfachem Stimmrecht gewährten Stimmen in 1000 RM.	Die Aktien mit bevorzugtem Stimmrecht gewährten Stimmen in 1000 RM.	Sp. 11 in % von Sp. 10 + 11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Nach Gewerbegruppen											
Industrie der Grundstoffe . . .	96	108	52,9	1 681 666	1 647 662	49,5	1 559 826	57 233	3,5	25 503	19 143	42,9
Verarbeit. Industrie	409	644	61,2	1 823 523	3 786 332	67,5	3 715 099	65 921	1,7	71 575	43 122	37,6
Handel u. Verkehr	211	90	29,9	1 344 185	851 518	38,8	797 547	23 132	2,8	16 466	7 969	32,6
Davon Bank- und sonstiger Geldhandel	62	27	30,3	738 131	203 845	21,6	192 755	11 087	5,4	7 889	3 412	30,2
Sonstige Gesellschaften	19	18	48,6	40 225	61 326	60,4	59 923	1 403	2,3	1 239	798	39,2
Insgesamt	735	860	53,9	4 889 599	6 346 838	56,5	6 132 395	147 689	2,4	114 783	71 032	38,2
	1595			11,2 Milliarden								

[1]) Unter „eingezahltem Betrag" wird hier und im folgenden das Nominalkapital abzüglich der Forderungen an die Aktionäre verstanden.

Da die oben angeführte Statistik nur die Durchschnitte der einzelnen Gewerbegruppen berücksichtigt, werden in der folgenden Uebersicht die Verhältnisse im einzelnen noch klarer veranschaulicht[1]).

Anzahl der Akt.-Ges. mit Stimmrechtsaktien, auf die entfällt

% des eingezahlten Kapitals	1—10	über 10—20	über 20—30	über 30—40	über 40—50	über 50	Insgesamt
	% der gesamten Stimmen						
bis 1	17	33	76	166	200	18	510
über 1—2	4	12	20	34	59	11	140
„ 2—5	2	7	12	41	66	11	139
„ 5—10	—	2	2	17	19	4	44
„ 10—25	—	2	1	5	7	6	21
„ 25—30	—	—	—	1	1	1	3
„ 30—40	—	—	—	—	—	1	1
„ 40—50	—	—	—	—	1	1	2
„ 50	—	—	—	—	—	—	—
Insgesamt	23	56	111	264	353	53	860

Aus dieser Statistik geht hervor, daß sich der Stimmenanteil der Vorzugsaktien an dem gesamten Stimmrechtsaufkommen bei 23 Gesellschaften auf unter 10 %, bei 56 Gesellschaften auf 10 bis 20 %, bei 111 Gesellschaften auf 20—30 %, bei 264 Gesellschaften auf 30 bis 40 %, bei 353 Gesellschaften auf 40—50 %, und bei 53 Gesellschaften auf über 50 % stellt. Bei 53 Gesellschaften können also die Stimmrechtsaktien sogar die gesamten Stammaktien majorisieren. Ferner wird ersichtlich, daß in 59,3 % der Fälle der kapitalmäßige Anteil der Stimmrechtsaktien weniger als 1 % des gesamten eingezahlten Kapitals beträgt. Bei 218 Gesellschaften entfällt auf die Stimmrechtsaktien weniger als 1 % des eingezahlten Kapitals, aber mehr als 40 % der Stimmen in der Generalversammlung. Dem Grundkapital nach machen diese 218 Gesellschaften 27,2 % des gesamten Kapitals derjenigen Gesellschaften aus, die überhaupt Stimmrechtsaktien ausgegeben haben, was aus folgender Zusammenstellung ersichtlich ist[1]).

[1]) Nach Wirtschaft u. Statistik, Novemberheft 1925.

Grundkapital (in Mill. ℛℳ) der Akt.-Ges. mit Stimmrechtsaktien, auf die entfällt

% des eingezahlten Kapitals	1—10	über 10—20	über 20—30	über 30—40	über 40—50	über 50	Insgesamt
	% der gesamten Stimmen						
bis 1	150,4	220,3	655,6	1015,3	1606,3	123,6	3771,5
über 1—2	41,6	72,9	94,3	150,2	242,5	169,1	770,6
„ 2—5	4,5	73,4	14,8	394,8	418,9	33,7	940,1
„ 5—10	—	4,0	4,6	93,3	319,1	33,5	454,5
„ 10—25	—	66,0	1,3	28,6	82,2	123,0	301,1
„ 25—30	—	—	—	49,7	34,7	2,0	86,4
„ 30—40	—	—	—	—	0,1	15,5	15,6
„ 40—50	—	—	—	—	3,0	3,6	6,6
„ 50	—	—	—	—	—	0,4	0,4
Insgesamt	196,5	436,6	770,6	1731,9	2706,8	504,4	6346,8

Bei Durchsicht dieses statistischen Materials können wir uns ungefähr ein Bild machen, wie heute bei unseren Aktien-Gesellschaften die Machtverhältnisse liegen[1]), da über die Stimmen der Mehrstimmrechtsaktien in den meisten Fällen allein die Verwaltungen verfügen können. Die Macht der Verwaltungen ist in Wirklichkeit aber noch weit größer, da wir bei den bisherigen Betrachtungen die Vorratsaktien außer acht gelassen haben, deren Stimmrecht bis zu ihrer Begebung ebenfalls von den Verwaltungen ausgeübt wird. „Eine ganze Anzahl von Gesellschaften besitzt Verwertungsaktien in sehr erheblichen Bruchteilen ihrer Grundkapitalien, und außerdem haben sich gerade diejenigen Unternehmungen, deren Kapitalien am stärksten zersplittert sind, die hochstimmigsten Aktien zugelegt.“[2]) Wir erinnern an die im ersten Teil der Arbeit erwähnten Fälle I. G. Farbenindustrie (früher Anilin-Konzern) und die Gesellschaften für Hoch- und Untergrundbahnen (Hochbahn-Gesellschaft) in Berlin[3]).

Es ist weiter in Betracht zu ziehen, daß Vorratsaktien zwischen befreundeten Gesellschaften ausgetauscht wurden und daß auch von Konzern-Gesellschaften vielfach Aktien, sei es zu Herrschafts- oder nur zu Anlagezwecken erworben

[1]) Auch die Statistiken von 1926 u. 1927 haben nur unwesentliche Veränderungen gebracht (vergl. Wirtschaft u. Statistik 6. Jahrg. (1926), Seite 434 ff.; 7. Jahrg. (1927), Seite 634 ff.).

[2]) vergl. Wenkel a. a. O., Seite 12.

[3]) vergl. Seite 43 dieser Arbeit.

worden sind. Ferner muß man in Betracht ziehen, daß die Banken die bei ihnen im Depot ruhenden Aktien den Verwaltungen zur Verfügung zu stellen pflegen, und daß in den Generalversammlungen die sogenannten unabhängigen Stammaktionäre zumeist nur zu einem ganz geringen Prozentsatz vertreten sind, während die Verwaltungsaktien geschlossen angemeldet werden. Außerdem muß man beachten, daß eine absolute Majorisierung eines Unternehmens nicht erst dann eintritt, wenn der Anteil der Stimmrechtsaktien am Gesamtstimmenaufkommen 50 v. H. überschreitet, sondern daß diese Grenze häufig weit tiefer liegt[1]).

Aus der Erkenntnis dieser Mißstände heraus hat sich denn auch die Julius Berger Tiefbau A. G., Berlin, anläßlich ihrer Vorschläge über die Zusammenlegung des Aktienkapitals entschlossen, sämtliche Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht einzuziehen[2]).

Doch diesem Beispiel sind nur wenige Gesellschaften gefolgt[3]). Im Gegenteil, es hat sogar noch nach der Stabilisierung Gesellschaften gegeben, die Mehrstimmrechtsaktien emissioniert haben. So hatte z. B. die A. G. für Bergbau, Blei- und Zinkfabrikation in Stolberg und Westfalen im Mai 1925 Reichsmark 800 000.— 7stimmige Vorzugsaktien und die Bergwerks-Ges. Dahlbusch in Gelsenkirchen-Rotthausen 3 Millionen Reichsmark 5stimmige Vorzugsaktien ausgegeben[4]).

e) Behandlung der Vorrats- oder Verwertungsaktien nach der Goldmarkbilanzverordnung und ihre Bedeutung nach der Stabilisierung.

So verschieden auch die Gründe zur Ausgabe der Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht bei den Aktien-Gesellschaften sein mögen — meistens dürfte hierüber kaum etwas genau zu erfahren sein —, so schwer sind sie sicher im einzelnen zu beurteilen; eines ist aber gewiß, daß durch die Dauereinrichtung der Mehrstimmrechtsaktie unseren Aktien-Gesellschaften der Charakter als Kapitalgesellschaft genommen ist. Sie sind ein Mischgebilde von Personal- und Kapitalgesellschaften geworden, wobei die Stammaktionäre die

[1]) Reimann: „Stimmrechtsaktien und Stimmrechts-Reduktionen" (Magazin d. Wirtsch. v. 3. 11. 1927, Nr. 44).
[2]) vergl. Vossische Zeitung Nr. 343 v. 21. 7. 1927 Abd.
[3]) Reimann a. a. O. und Wirtschaft und Statistik 1926 Nr. 13, Seite 434.
[4]) vergl. Wenkel a. a. O., Seite 14.

Benachteiligten sind[1]). Die Stammaktionäre in erster Linie tragen das Risiko der Gesellschaft, da auf die Mehrstimmrechtsaktien der Verwaltungen nicht nur ein im Verhältnis zu den Stammaktien minimaler Betrag eingezahlt worden ist, der in keinem Verhältnis zu ihrer Stimmenzahl steht, sondern die Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht auch im Falle einer Liquidation der Gesellschaft meistens ein Vorbefriedigungsrecht haben. Es wären hier also gesetzgeberische Maßnahmen am Platze, um unbillige Härten zu vermeiden. Wenkel ist der Ansicht, daß es einer neutralen, möglichst staatlichen Stelle übertragen werden müßte, die Ausgabe der Mehrstimmrechtsaktien nur in besonderen Fällen zu gestatten. Unter solchen Umständen wäre gegen die Beibehaltung dieser Aktiengattung nichts einzuwenden.

Anders dagegen steht es mit den Vorrats- oder Verwertungsaktien. Hier wird von der Kritik allgemein gefordert, daß sie so schnell als möglich völlig abgeschafft werden[2]). Vielfach wird ihre Gesetzmäßigkeit angezweifelt, doch hierzu Stellung zu nehmen, ist nicht unsere Aufgabe.

Wir haben vorher bereits die Verwendungsmöglichkeiten der Vorratsaktien besprochen und gesehen, daß sie vielfach zu Angliederungszwecken oder zum Austausch bei Interessengemeinschaften gedient haben, ferner zu Kapitalbeschaffungszwecken durch freihändigen Verkauf. Inzwischen ist aber die große Expansionstendenz der ersten Nachkriegsjahre in eine Abstoßungs- und Kontraktionsbewegung umgeschlagen. Mit ihr sind so gut wie alle Ausdehnungsbestrebungen und Angliederungsabsichten fortgefallen[3]). Ebenso steht es mit dem freihändigen Verkauf. In den Jahren 1924 und 1925 vor allem, einer Zeit der größten Kapital- und Betriebsmittelknappheit, machte es meist schon große Mühe, nur das tägliche Angebot des Publikums, die schwach gewordenen Depots und die zum Verkauf angebotenen Beteiligungseffekten einzelner Gesellschaften ohne allzu starken Kursdruck an der Börse aufzunehmen, so daß

---

[1]) Wenkel a. a. O., Seite 14.

[2]) Außer Wenkel vor allem Bernhard im Magazin d. Wirtschaft, Jahrg. 1925 Nr. 3, Seite 119, Nr. 4, Seite 129, Nr. 6, Seite 209, Nr. 11, Seite 411; ferner Hirsch im Magazin d. Wirtschaft Nr. 22, Juliheft 1925 und Nußbaum: Magazin d. Wirtschaft v. 3. 9. 25 Nr. 30; ders. Aktienkrise u. Aktienreform, Mag. d. Wirtsch. 1925, 35; Geiler: Die wirtschaftlichen Strukturwandlungen u. die Reform des Aktienrechts, S. 22 ff.; Horrwitz: Schutz- u. Vorratsaktien, S. 23 ff.

[3]) vergl. Wenkel a. a. O., Seite 15; Marcuse: „Die Rückbildung d. dtsch. Volkswirtschaft, ihre Ursachen u. ihre Bekämpfung", Seite 21 ff.; ferner Beckmann: „Interessengemeinschaft u. gemischtes Unternehmen", Schmollers Jahrbuch 1924, Heft 3, Seite 208.

bei plötzlichem Massenangebot von Verwertungsaktien der Kurssturz am Aktienmarkt katastrophal werden kann. Die Gefahr plötzlicher Zwangsverkäufe ist aber bei dem herrschenden Kapital- und Betriebsmittelmangel außerordentlich groß. Wir können sagen, daß die Vorratsaktien sich bei der Kursbildung als sehr verhängnisvoll erwiesen haben, da ihr Vorhandensein allein genügt, um einen starken Druck auf den Markt auszuüben. „So haben beispielsweise die Verwertungsaktien der Aktien-Gesellschaft für chemische Produkte vorm. H. Scheidemandel und des „Phönix" A. G. für Bergbau und Hüttenbetrieb die Märkte der betreffenden Aktien zeitweise so stark deroutiert, daß beiden Gesellschaften nichts anderes übrig blieb, als die gesamten Portefeuillewerte einzuziehen."[1])

Auch die vorher erwähnte Heinrich Thiele A. G., Dresden, hat ihre Reichsmark 75 000.— Vorratsaktien, die nicht bei dem Umtausch der Vorzugsaktien Verwendung fanden, eingezogen[2]), ferner die Schwarzkopf und Hugo Schneider A. G.[3])

Andererseits gibt es aber auch Gesellschaften genug, welche noch nach der Stabilisierung Vorratsaktien ausgegeben haben. Die Dinse-Maschinenbau A. G., Spezialfabrik für Sägemaschinen in Berlin-Reinickendorf-Ost, hat z. B. auf einer Generalversammlung im Februar 1924 eine Kapitalerhöhung um 11,8 Millionen Mark Aktien, die für besondere Zwecke zur Verfügung der Verwaltung gehalten werden sollten, beschlossen[4]).

Zu welchen schweren Mißständen die Vorratsaktien mitunter geführt haben, zeigte sich auch in den Vorkommnissen bei dem Kaliwerk Steinförde. Dort gingen die im März 1922 bei einem Börsenkurse von etwa 900 % zu „Angliederungszwecken" unter Ausschluß des Bezugsrechtes der Aktionäre geschaffenen neuen Aktien zu nur 110 % an die Mehrheitsbesitzerin, die Gewerkschaft „Einigkeit" über, so daß sich der Anteil der Minderheitsaktionäre von $^5/_{24}$ auf $^1/_{24}$ ermäßigte, ohne daß die Gesellschaft einen entsprechenden Wertzuwachs erfahren hätte[5]). Die erste Einzahlung erfolgte mit 25 % + 10 % Agio, die späteren Einzahlungen in erheblich schlechterem Gelde. Da die Aktien dann später bei der Goldumstellung gleichmäßig im Verhältnis 50 : 1 zusammen-

[1]) vergl. Wenkel a. a. O., Seite 15.
[2]) vergl. Frankfurter Zeitung Nr. 158 vom 28. 2. 1926 Morgenblatt.
[3]) vergl. Magazin der Wirtschaft Nr. 42 vom 26. 11. 1925.
[4]) vergl. Vossische Zeitung Nr. 102 v. 29. 2. 1924 morgens.
[5]) vergl. Magazin der Wirtschaft Nr. 3 vom 26. 2. 1925 u. Nr. 12, Seite 454/1925.

gelegt wurden, so stand dem scharfen Kapitalschwund der Minderheitsaktionäre eine Bereicherung der Majoritätsbesitzerin gegenüber.

Die drei Wege, welche die zweite Goldbilanz-Durchführungsverordnung im § 30, § 31 Abs. 1 und § 32 Abs. 2 für die Behandlung der Vorratsaktien (in der Verfügung beschränkte Aktien) angibt, sind folgende: Sie könnten, soweit sie noch nicht in andere Hände übergegangen waren, durch den Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats eingezogen werden. Der zur Einziehung zu verwendende Betrag wurde nach demjenigen Teile des auf Goldmark umzustellenden Grundkapitals, der dem Verhältnis des Nennbetrags der einzuziehenden Aktien zum Nennbetrage der gesamten Aktien entsprach, bemessen. Der Betrag durfte jedoch den in Goldmark umgerechneten Wert der auf die einzuziehenden Aktien geleisteten Einlagen nicht übersteigen. War die Einziehung der Aktien nicht bis zur Umstellung des Kapitals erfolgt, so konnten sie nach den gleichen Grundsätzen, wie die Aktien mit mehrfachem Stimmrecht umgestellt werden. Der dritte Weg war, sie genau so umzustellen, wie die Stammaktien. Sie durften dann höchstens eine Dividende von 6 % des Goldwertes ihrer bisherigen Einzahlung beziehen und hatten keinen Anspruch auf ein Bezugsrecht. Mit Ausnahme der ersten, sind diese Lösungen nicht befriedigend.

Die erste Behandlungsmöglichkeit der Vorratsaktien, sie einzuziehen, sofern sie noch nicht in andere Hände übergegangen waren, kann als der erstrebenswerte[1]) Weg angesehen werden. Es war dann von der Gesellschaft der dem Nominalbetrag der Vorratsaktien entsprechende Anteil am Goldvermögen zu zahlen; war aber der auszuzahlende Betrag größer, als der auf die Vorratsaktien geleistete Goldbetrag (Goldeinzahlungswert), dann durfte nur letzterer zurückgezahlt werden.

Die zweite Möglichkeit, wonach die Vorratsaktien wie die Mehrstimmrechtsaktien umgestellt werden konnten, ist einer Kritik zu unterziehen.

Die Umstellung konnte in der Weise vor sich gehen, daß der auf diese Aktiengattung entfallende Teil des umgestellten Grundkapitals den Goldwert der darauf geleisteten Einzahlungen nicht übersteigen durfte. Das Stimmenverhältnis zwischen mehreren Gruppen von Aktien derselben Gattung sollte aber davon unberührt bleiben. Nun bildeten die um-

[1]) Da sie als Schutzaktien heute kaum noch Bedeutung haben, und durch ihre Beseitigung eine unrechtmäßige Stimmenaneignung von seiten der Verwaltungen zum Nachteil der übrigen Aktionäre vermieden wird.

gestellten Vorratsaktien mit den anderen Stammaktien eine einheitliche Aktiengattung, da der Absatz 2 des § 32 II. Durchführungsverordnung darüber folgendes bestimmt:

„Aktien bilden nach der Umstellung mit den bisher derselben Gattung angehörenden Aktien auch dann eine einheitliche Aktiengattung, wenn ihnen nach der Umstellung ein mehrfaches Stimmrecht zusteht."

Sie brauchten also in Zukunft nicht, wie die Mehrstimmrechtsaktien, gesondert abzustimmen, sondern konnten dies einheitlich mit den Stammaktien tun, auch wenn sie infolge der Umstellung mehrfaches Stimmrecht erhalten hatten.

Am besten vergegenwärtigt man sich an einem praktischen Beispiel, welches Ergebnis eine derartige Behandlung der Vorratsaktien für die Stammaktien haben konnte. Angenommen, eine Gesellschaft besaß vor dem Kriege ein Kapital von 100 Millionen Mark. In der Inflation drohte ihr eine Ueberfremdung, zu deren Abwehr sie sich veranlaßt sah, Schutzaktien in Höhe von etwa 20 Millionen Mark zu schaffen und diese in die Hände der Verwaltung oder eine ihr nahestehende Gruppe zu legen. Bei der Umstellung auf Goldmark ergab sich, daß die Gesellschaft ihr Kapital im Verhältnis 5 : 1 zusammenlegen mußte, so daß der Nennwert des ursprünglichen Aktienkapitals sich auf 20 Millionen Goldmark ermäßigte durch Herabstempelung des Nennbetrages der einzelnen Aktie von 1000 auf 200 Goldmark. Der Gegenwert der auf die Schutzaktien geleisteten Einzahlung betrug vielleicht nur einige Goldmark. Die Gesellschaft hatte es nun in der Hand, durch Zuzahlung in solcher Höhe, daß für die Schutzaktien ein Gesamtbetrag von 5000 Goldmark herauskam, diese Schutzaktien bestehen zu lassen und ihnen ein solches Stimmrecht zu geben, daß es sich im gleichen Verhältnis zu den übrigen Stammaktien befand, wie vor der Umstellung. Dieses Verhältnis war vor der Umstellung 5 : 1. Wenn also die ursprünglichen Stammaktien nach der Umstellung ein Stimmrecht von 100 000 Stimmen hatten, weil infolge der bloßen Denomination die Stückzahl der Aktien unverändert blieb, so kam den umgestellten Schutzaktien ein solches von 20 000 Stimmen zu, also, wenn die Schutzaktien in 5000 Stück zu ℳ 1.— zerlegt wurden, erhielt jede Schutzaktie ein vierfaches Stimmrecht. Damit aber nicht genug!

Die Schutzaktien brauchten, obwohl sie nun ein mehrfaches und, wie wir gesehen haben, ein im Gegensatz zum Kapitalaufwand außerordentlich hohes Stimmrecht besaßen, nicht wie die übrigen Mehrstimmrechtsaktien in wichtigen

Fällen gesondert abzustimmen, sondern konnten, wie oben ausgeführt, einheitlich mit den Stammaktien abstimmen und Beschlüsse von der größten Bedeutung herbeiführen oder verhindern, obgleich auf einen entsprechend stimmberechtigten Anteil des ursprünglichen Stammaktienkapitals 20 Millionen Mark in Gold eingezahlt worden waren, während die Schutzaktien nur 5000 Goldmark für dasselbe Stimmrecht zu zahlen brauchten.

Die dritte Möglichkeit, die Vorratsaktien genau so umzustellen, wie die Stammaktien, ist insofern nicht befriedigend, als dadurch eine übermäßig starke Zusammenlegung der Aktien zum Nachteil der Stammaktionäre bedingt wurde.

Auch wo die Vorratsaktion zum späteren Eintausch gegen Convertible Bonds bereit gehalten werden, bedeuten sie keine erfreuliche Neuerung in unserm Aktienwesen.

Ueber die Verbreitung der Vorrats- oder Verwertungsaktien gibt es bisher kein statistisches Material und wird auch unmöglich einwandfrei beizubringen sein, da die Gesellschaften hierüber in den meisten Fällen keine Veröffentlichungen gemacht haben[1]); falls die Gesellschaften hier und da mal in ihren Bilanzen derartige Aktienposten ausweisen, so handelt es sich zum Teil um Aktien, die ihren Charakter als Vorratsaktien ohne formale Aenderung jederzeit verlieren können. In Wirtschaft und Statistik vom 30. 11. 1925, 5. Jahrg. Nr. 22 ist erstmalig der bescheidene Versuch gemacht worden, eine Statistik über die bei den deutschen Aktien-Gesellschaften vorhandenen Vorrats- oder Verwertungsaktien aufzustellen. Es konnten vom Statistischen Reichsamt auf Grund der Veröffentlichungen der Goldumstellung von seiten der Gesellschaften aber nur im ganzen bei 190 Gesellschaften mit einem Kapital von 357 Millionen Reichsmark Vorrats- oder Verwertungsaktien einwandfrei festgestellt werden. Selbst bei diesen Gesellschaften, die in der Goldmark-Eröffnungsbilanz Angaben über ihre Vorratsaktien gemacht hatten, war es in den meisten Fällen nicht möglich, festzustellen, wie sich das Stimmrecht und der tatsächlich eingezahlte Goldmarkbetrag bei den Vorratsaktien im Verhältnis zu den übrigen Aktien der gleichen Gesellschaft gestaltete.

In Wirklichkeit haben 3 einzelne Gesellschaften schon für sich allein mehr Verwertungsaktien, als die 190 von der Statistik erfaßten. Die Kali-Industrie A. G., eine der Hol-

[1]) Diese Ausführungen sind in Anlehnung an die Abhandlung von Wenkel a. a. O. und Wirtschaft u. Statistik v. 30. 11. 1925, 5. Jahrg., Nr. 22 gemacht.

ding-Gesellschaften des Wintershall-Konzerns mit 255 Millionen Reichsmark, der Phönix A. G. für Bergbau und Hüttenbetrieb mit 95 Millionen Reichsmark und die Rheinischen Stahlwerke mit 35 Millionen Reichsmark. Gerade diese 3 Beispiele sind typisch für den Umfang der Verwertungs-Portefeuilles, die schätzungsweise, wenn auch nicht überall in derselben prozentualen Höhe, bei mehr als 25 % aller deutschen Aktien-Gesellschaften bestehen. Beim Phönix parallysieren sie etwa 30 % des Grundkapitals, bei Rheinstahl 20 % und bei Wintershall sogar 80 %[1]).

Wie oben angedeutet, werden die Vorratsaktien vielfach zum späteren Eintausch gegen Convertible Bonds bereitgehalten.

2. Einführung von Convertible Bonds.

a) Begriff derselben und Entstehungsgründe.

Der Convertible Bond, eine der hervorragendsten Typen des amerikanischen Wertpapiermarktes, ist eine wandelbare Schuldverschreibung, d. h., er gibt die Möglichkeit, zunächst dem Geldgeber einen weitgehend gesicherten Titre zu geben und ihm gleichzeitig die Chance zu gewähren, im Falle des künftigen Gedeihens des Unternehmens, dem er sein Geld anvertraut hat, auch an den Gewinnen teilzunehmen, indem er seine Forderung in eine gewinnberechtigte Aktie — sei es Vorzugs- oder Stammaktie — verwandelt[2]).

Die beiden ersten deutschen Gesellschaften, welche Convertible Bonds ausgegeben hatten, waren die Harpener Bergbau A. G. und die Basalt A. G. und zwar im Herbst des Jahres 1924. Die Entstehungsgründe waren bei diesen, wie bei allen anderen Gesellschaften in dem außerordentlichen Kapitalmangel zu suchen. Die Gesellschaften hatten dabei ihren Blick nach Amerika und England gerichtet, weil der Convertible Bond eine dort beliebte Form der Schuldverschreibung ist, und weil man durch die Einführung der Convertible Bonds bei uns in Deutschland gerade diese beiden Länder für die deutsche Industrie interessieren wollte. Als kapitalgebende Länder kamen nur England und vor allem Amerika in Frage, daher paßte man sich ihnen gebräuchlichen Formen an.

---

[1]) vergl. Wenkel a. a. O., Seite 16.

[2]) vergl. Spiegelberg: Die Notwendigkeit der Schaffung neuer Wertpapiertypen. Bankarchiv Jahrg. 1923, Nr. 14, Seite 166.

Es war sogar in einer Reihe von Fällen, in denen deutsche Gesellschaften mit dem Ausland über die Bereitstellung von Krediten verhandelt hatten, die Schaffung der Convertible Bonds verlangt worden. Dies geht aus dem Schreiben der Frankfurter Industrie- und Handelskammer an den Reichsjustitzminister, betr. die Aenderung des deutschen Aktienrechts, hervor[1]).

Durch das Optionsrecht der Umwandlung der Convertible Bonds in Aktien sollte dem Obligationengläubiger neben dem sicheren Obligationen-Gläubigerrecht eine besondere spekulative Chance geboten werden. Man glaubte dadurch auch im Inlande mehr Kapital für die Unternehmungen hereinzubekommen, als durch gewöhnliche Obligationen, weil letztere bei der großen Geldknappheit keinen genügenden Anreiz zur Kapitalsanlage boten.

Für die Schaffung der Convertible Bonds hatte außerdem in den Jahren 1924 und 1925 bei den deutschen Aktien-Gesellschaften im wesentlichen der Umstand mitgesprochen, daß allen denjenigen Gesellschaften, deren Aktien durch die Goldbilanzumstellung unter pari gesunken waren, die Möglichkeit der Kapitalbeschaffung durch Kapitalerhöhungen genommen war.

Nach dem Monatsbericht der Commerz- und Privatbank vom Juli 1925 notierten Ende Juni 1925 von den in ihrem Goldumstellungsverhältnis bekannten Aktienwerten der Berliner Börse:

Unter 50 %	der Goldparität	185	Werte	= 20,4 %
zwischen 50 u. 75 %	„ „	340	„	= 37,5 %
„ 75 „100 %	„ „	215	„	= 23,7 %
„ 100 „150 %	„ „	150	„	= 16,5 %
über 150 %	„ „	17	„	= 1,9 %

Ende Juli 1925 notierten von 922 Industriewerten der Berliner Börse 27,2 % unter 50 % der Goldparität und nur 17 % über 100 %[2]). Eine leichte Besserung trat erst Ende August ein. Die Berliner Handels-Gesellschaft schätzte im Juli 1925 den Kurswert von sämtlichen in Deutschland notierten Aktien auf kaum mehr als 8 Milliarden Mark gegenüber 30 Milliarden Mark im Jahre 1913[3]). Also bei weitem die Mehrzahl der deutschen Aktien wies hiermit einen Kursstand auf, der jede Kapitalerhöhung ausschloß.

---

[1]) vergl. Vossische Zeitung Nr. 348 v. 24. 7. 1924 morgens.
[2]) Wirtschaftskurve der Frankf. Ztg. Jahrg. 1925, Heft III, S. 318.
[3]) vergl. Sulzbach: „Wirtschaftsgesetzgebung u. Aktienkurse in Deutschland seit der Stabilisierung", Seite 40.

b) Verschiedenartigkeit der Convertible Bonds.

α) Tausch der Convertible Bonds gegen Vorratsaktien.

Die Convertible Bonds sind in der Zeit nach der Stabilisierung in den verschiedensten Variationen geschaffen worden, so daß wir in dieser Hinsicht keine systematische Behandlung an Hand von Beispielen durchführen können. Beim Harpener Bergbau z. B. wurden $7^1/_2$ Mill. Convertible Bonds ausgegeben, die innerhalb 20 Jahren zu tilgen sind und mit 7 % verzinst werden. Sie geben den Inhabern nach 5 Jahren für kurze Zeit das Recht, gegen je 1000 Mark Convertible Bonds 1000 Mark Harpener Aktien, wofür die Vorratsaktien bereitgehalten werden, einzutauschen. Da die Gesellschaft den Bonds-Inhabern das Umtauschrecht zu pari eingeräumt hat, dürfte dies in Anbetracht der stark gestiegenen Kurse einen enormen Gewinn der Inhaber zum Schaden der Gesellschaft bedeuten[1]).

Bei der Basalt A. G. werden die Convertible-Bonds mit 8 % verzinst und können ebenfalls frühestens nach 5 Jahren gegen Vorratsaktien eingetauscht werden. Ebenso verhält es sich bei den Bonds der Rheinischen Stahlwerke.

Bisweilen finden wir, daß bei dem Bestehen von Convertible Bonds bei einer etwaigen Kapitalerhöhung vor Ablauf der Umtauschfrist das Tauschgebot sofort zu ergehen hat, und zwar so, daß die auf diese Weise erworbenen Aktien desselben Bezugsrechts teilhaftig werden, wie die alten Stammaktien.

β) Mit Bezugsrecht ausgestattete Convertible Bonds.

Bei manchen Gesellschaften bilden die Convertible Bonds mit Bezugsrecht ausgestattete Obligationen, bei denen also die Obligationäre ohne Aufgabe ihrer Forderungsrechte innerhalb bestimmter Zeit Aktien zu einem festgesetzten Kurs beziehen dürfen, so daß also hier im Falle der Ausübung des Bezugsrechts eine zweimalige Kapitalzufuhr stattfindet[2]).

γ) Rückkauf der Convertible Bonds zu einem bestimmten Prozentsatz.

Es kommt vor, daß die Gesellschaften keine Vorratsaktien mehr besitzen. In solchen Fällen mußte man den Zeichnern der Obligationen ein Aequivalent in Gestalt

---

[1]) vergl. Netter: Convertible Bonds nach geltendem Recht, Bankarch. Jahrg. 1924 vom 1. 4. 1925, Seite 260.

[2]) Geiler a. a. O., Seite 15.

eines Reugeldes gewähren, denn die zur Beschaffung der Tauschaktien erforderliche Kapitalerhöhung kann natürlich nicht präjudiziert werden. Kommt nun aber aus einem nicht vorauszusehenden Grunde die Kapitalerhöhung nicht zustande, so ist, wie bei den Ufa-Bonds, ein Aufgeld von 30 % zu zahlen, also Rückzahlung der Anleihe mit 130 %.

Wie hier, so behält sich auch in anderen Fällen die Verwaltung ausdrücklich das Recht vor, die Convertible Bonds bis zu einem bestimmten Termin zu einem bestimmten Prozentsatz (etwa 115/130 %) zurückzukaufen. Notiert also der Kurs der Stammaktie bei dem abgelaufenen Termin über 115 bezw. 130 %, so wird die Verwaltung die Teilschuldverschreibungen selbstverständlich zurückkaufen. Die Chance des Bondsinhabers liegt dann also nur zwischen 100 und 115 bezw. 130 %.

Bei der Harpener Bergbau A. G. z. B. hat sich die Verwaltung das Recht vorbehalten, die Convertible Bonds zu 115 % zurückzukaufen, falls von den Bonds-Inhabern von dem Umtauschrecht in Vorratsaktien innerhalb der festgesetzten Frist kein Gebrauch gemacht worden ist.

c) Wirtschaftliche Beurteilung der Convertible Bonds.

Wenn auch gesagt werden muß, daß von den bisherigen Emissionen der Convertible Bonds kaum eine der andern gleicht, was infolge mangels gesetzlicher Vorschriften zum großen Teil auf die jeweilige wirtschaftliche Lage und die besonderen Entstehungsgründe bei den betr. Gesellschaften zurückzuführen ist, so liegt ihnen allen eine gemeinsame Tendenz zugrunde, das ist die der Kapitalbeschaffung.

Genau so, wie in Amerika, sind die Convertible Bonds auch bei uns aus der Not der Zeit heraus entstanden. Wirtschaftlich werden wir die Einführung derselben begrüßen müssen, da sie bei dem herrschenden Kapitalmangel geeignet sind, den Unternehmungen neue Mittel zuzuführen.

Nur ist auch hier bemerkenswert, daß diese Form der Kapitalbeschaffung u. a. auch das Ergebnis hat, die Machtverhältnisse bei den betr. Gesellschaften zugunsten der Verwaltungen zu verschieben, besonders, wenn noch nebenbei Mehrstimmrechtsaktien existieren. Denn, da bei der Harpener Bergbau A. G. z. B. das Umtauschrecht der Convertible Bonds gegen die Vorratsaktien erst am 15. 12. 1929 abläuft, wird die Berliner Handels-Gesellschaft, der die Vorratsaktien zu getreuen Händen übergeben worden sind, bis zu diesem Zeitpunkte über das Stimmrecht der $7^1/_2$ Millionen Mark

Tauschaktien verfügen können. Jedenfalls geht aus dem Prospekt nicht hervor, daß das Stimmrecht bis zum erfolgten Umtausch ruht[1]).

C. Schluß.

Die Krisis im deutschen Aktienwesen.

Nach den gemachten Ausführungen müssen wir sagen, daß sich das deutsche Aktienwesen in einer Krise befindet. Die schweren Mißstände, die sich seit den Inflationsjahren durch die Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht und die Vorratsaktien herausgebildet haben, und während und nach der Umstellung der Papiermarkkapitalien auf Reichsmark besonders deutlich in Erscheinung getreten sind, haben im Verein mit anderen Ursachen, die in der Beschaffenheit der Wirtschaftslage im allgemeinen, wie Geldknappheit und Kreditnot, und der damit zusammenhängenden schlechten Börsenverfassung, Zunahme der Geschäftsaufsichten und Konkurse, vor allem in einer mangelhaften Dividendenpolitik von seiten der Aktien-Gesellschaften lagen, zu einer vorübergehenden Abkehr von der Aktie geführt, die vor allem in den Jahren 1924 und 25 einen geradezu bedrohlichen Charakter angenommen hatte.

In dem ersten Halbjahr nach der Stabilisierung trat die Lustlosigkeit an den Börsen besonders stark in Erscheinung, es konnte naturgemäß die Dividendenpolitik der Gesellschaften einen nicht so starken Anlaß zur Verödung der Aktienmärkte gegeben haben, da die Gesellschaften mit wenigen Ausnahmen ihre Goldbilanz noch nicht veröffentlicht hatten. Es lagen die Gründe hierfür neben den Mißständen hinsichtlich der Vorzugsaktien mit mehrfachem Stimmrecht und der Vorratsaktien, in der Geldknappheit und Kreditnot[2]), die durch die Kreditrestriktionen von seiten der Reichsbank ihren Höhepunkt erreicht hatten. Der Beschluß der Reichsbank lautete: Die Kreditgewährung nicht über den Stand vom 7. 4. 1924 hinaus zu erhöhen. Ueberall im Wirtschaftsleben wurde dadurch mit einem Schlage

---

[1]) vergl. Magazin der Wirtschaft vom 12. 3. 1925 Nr. 5.

[2]) vergl. Prion: Zinspolitik und Markstabilisierung. Schmollers Jahrb. 1924; ferner Münch: „Teueres Geld", Voss. Ztg. Nr. 166 v. 6. 4. 1924 morgens.

die Gelddecke zu knapp. Daß es von da an keine neuen Kredite mehr bei dem Zentralinstitut gab, war nicht das Schlimmste. Eigentlich kritisch wurde die Situation erst durch die Rückwirkung dieser „Kreditsperre" auf die schwebenden Leihgeld-Engagements. Die Leihgeldgeber suchten ihre ausgeliehenen Gelder wieder hereinzubekommen, sie prolongierten nicht mehr oder nur unwillig, und die dadurch in Bedrängnis geratenen Schuldner liefen von Bank zu Bank, um neue Darlehen zu erhalten, ohne Erfolg damit zu haben. Die erste Folge davon war, das scharfe Angebot von Wertpapieren an der Börse, wodurch sich viele Aktionäre zunächst Luft zu machen suchten. Wahrscheinlich waren diese Verkäufe weniger direkt von Angehörigen des Warenhandels oder der Industrie, als vielmehr von der Bankwelt ausgegangen, die, von ihren Schuldner im Stich gelassen, sich durch Effektenverkäufe die notwendigsten Mittel für die pünktliche Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten beschaffen mußte. Der Zwang zu plötzlichen Aktienverkäufen wuchs in dem Maße, wie die Effektenkurse sanken, denn in demselben Tempo verloren auch immer mehr Kunden-Engagements in Wertpapieren ihren Halt, sofern sie nicht im vollen Umfange gegen bar eingegangen waren.

Die weitere Folge dieser Kreditnot war die Zunahme der Geschäftsaufsichten und Konkurse. Eine allgemeine Unsicherheit beherrschte die Lage.

Während in der Zeit der höchsten Inflationskonjunktur und der Jagd nach Sachwerten den Aktienkäufern kein Kurs zu hoch war, so bot umgekehrt in den beiden Jahren nach der Stabilisierung, vor allem etwa bis zur Mitte des Jahres 1925 denjenigen, die Mittel zu Aktienkäufen zur Verfügung hatten, kein noch so niedriger Kurs Anreiz zu Erwerbungen größeren Stils. In früheren, normalen Zeiten gingen von den Dividendenzahlungen stets auch in Perioden der Depression, gewisse Anregungen für den Aktienmarkt aus[1]). In den Jahren nach der Stabilisierung fehlten diese Anregungen so gut wie ganz, weil die meisten der Aktien-Gesellschaften gar keine Dividende ausgeschüttet hatten.

Obwohl das Jahr 1924 ein Krisenjahr ersten Ranges war, so hätte manche Verwaltung, die in erster Linie Reserven gestellt hatte, sehr wohl den Aktionären eine Dividende gewähren können. Unter den Aktien-Gesellschaften, die bis zur Mitte des Jahres 1925 ihre Bilanzen für 1924 veröffentlicht hatten, hatte fast die Hälfte keine Dividende

---

[1]) vergl. Münch: „Im Banne der Depression", Vossische Ztg. Nr. 271 v. 8. 6. 1924 morgens.

ausgegeben, und nur 29 Gesellschaften insgesamt sind über 10 % hinausgegangen. 667 an der Berliner Börse notierte Aktien-Gesellschaften hatten bis zum 30. 6. 1925 ihre Bilanzen für das abgelaufene Geschäftsjahr veröffentlicht. Keine Dividende erklärten 292 Gesellschaften, 1 bis 5 % 80, 6—9 % 201, 10 % 65, über 10 % 29 Gesellschaften. „Nur die Banken, die zwar nicht auf das Wohlwollen ihrer Aktionäre, wohl aber auf Prestige bei den Einlegern angewiesen sind, konnten fast durchweg Ausschüttungen tätigen, und dazu noch meistens, in Prozenten des Kapitals ausgedrückt, höhere als im Frieden, obwohl der Geschäftsgang bei ihnen im Jahre 1924 ganz besonders schlecht war, und obwohl sie in ihren Eröffnungsbilanzen die Entwicklung des ersten Jahres nach der Umstellung nicht besser escomptieren konnten als andere Gesellschaften auch. Hier liegt sicherlich eine der Ursachen für das Desinteressement des In- und Auslandes an deutschen Aktien."[1])

Es bestand zwar Einigkeit in der Literatur darüber, daß dieser Entwicklung im Interesse der gesamten Wirtschaft Einhalt geboten werden müßte, aber über die zu wählenden Mittel waren die Meinungen geteilt. Der überwiegende Teil der Beobachter unseres Wirtschaftslebens war der Ansicht, daß nur durch eine Reform des Aktienrechts, soweit die Mehrstimmrechts- und Vorratsaktien in Frage kommen, Wandel geschaffen werden könnte. Daß schwere Mißstände vorlagen und Schutzmaßnahmen getroffen werden müßten, wurde jedenfalls von keiner Seite bestritten, und der Streit ging nur darum, durch welche Methoden ein besserer Schutz gegen Mißbrauch gewährleistet werden konnte. Hier aber erhob sich schon die erste Frage: Wer sollte eigentlich geschützt werden? Die meisten Kritiker der damaligen Zustände sagten: Die kleinen Aktionäre gegen die Verwaltungen; die Verwaltungsjuristen sagten: Die Verwaltungen gegen die Schikane der kleinen Aktionäre, Georg Bernhard sagte: „Im Mittelpunkt des Aktienwesens steht die Unternehmung, die das wirtschaftlich Wichtige, das zeitlich Bleibende, das Schutzbedürftige ist."[2])

So, wie die Dinge in den ersten beiden Jahren nach der Stabilisierung lagen, schien eine Reform des Aktienrechts unumgänglich. Die Jahre 1926/27 aber haben einen Wandel der Verhältnisse am deutschen Aktienmarkt gebracht. Der Grund hierfür ist einmal darin zu erblicken, daß die Kredit-

[1]) vergl. Sulzbach a. a. O., Seite 39 ff.; ferner „Die unbefriedigende Dividendenpolitik", Magazin d. Wirtschaft v. 18. 6. 1925, Nr. 11.
[2]) vergl. Magazin der Wirtschaft v. 2. 8. 1925, Nr. 21.

not der deutschen Wirtschaft durch Auslandsanleihen mehr behoben ist, die Geschäftsaufsichten und Konkurse sich an Zahl vermindert haben, zu andern darin, daß die Aktiengesellschaften durch Ausschüttung höherer Dividenden den Anreiz zum Erwerb von Aktien vermehrt haben. Vor allem aber liegt der Grund darin, daß das Kapitalistenpublikum mehr Vertrauen auf die Fortentwicklung der deutschen Wirtschaft gesetzt hat und daher sein Kapital mehr und mehr in Aktien an guten deutschen Unternehmungen anlegt.

Es fragt sich nun, ob man durch diesen Wandel an den deutschen Aktienmärkten auch den Gedanken einer Reform unseres Aktienrechts fallen lassen müsse. Die Mißstände, die sich durch die Begebung der Mehrstimmrechts- und Vorratsaktien in der Inflation im deutschen Aktienwesen herausgebildet haben, sind heute keineswegs beseitigt, vielmehr sind sie durch die Goldmark-Bilanz-Verordnung und ihre Durchführungsbestimmungen noch vergrößert worden. Es sei nur an die Stimmenkumulierung dieser Aktien nach der Umstellung im Verhältnis zum einbezahlten Kapital gegenüber den Stammaktien erinnert. In der Literatur sind die Meinungen hinsichtlich einer Reform des Aktienrechts auch heute noch sehr geteilt. Einer der eifrigsten und zugleich bedeutendsten Befürworter des Reformgedankens ist Horrwitz, der in seiner Abhandlung: „Schutz- und Vorratsaktien“ vier Gruppen von Vorschlägen unterscheidet, die zwar alle die Schutz- und Vorratsaktien beibehalten, aber die ihnen anhaftenden Mißstände beseitigen wollen. Die erste Gruppe sieht das Heilmittel in einer Uebertragung des Stimmrechts oder sogar des Eigentums der Schutz- und Vorratsaktien an eine neutrale Stelle, merkwürdigerweise vielfach sogar an die Verwaltungen, an eine neutrale Bank oder ein Treuhand-Institut, „insbesondere ein solches von Industrie und Banken unter nicht übermäßiger Beteiligung der Regierung und der Arbeiter-Organisationen, oder an Selbstverwaltungskörper des Gewerbes, oder an einen staatlichen oder von der Zulassungsstelle zu bezeichnenden Treuhänder . . .“ „Die zweite Gruppe von Vorschlägen will das Stimmrecht der Schutz- und Vorratsaktien diesen belassen, aber quantitativ bedingen, sei es dahin, daß der Besitz von Schutzaktien rechtlich abhängig sein soll von dem Besitz eines größeren Postens Stammaktien, sei es dahin, daß der Gesamtbetrag der Schutzaktien einen bestimmten Prozentsatz des Grundkapitals nicht übersteigen darf, sei es schließlich dahin, daß die Stimmenzahl jeder Mehrstimmrechtsaktie beschränkt wird.“ Die dritte Gruppe schlägt eine gegenständliche Beschränkung

des Stimmrechts, z. B. auf die Wahl des Aufsichtsrates, die Aenderung des Gesellschaftsvertrages und die Liquidation vor, während eine vierte Gruppe von Vorschlägen eine Abhilfe von einer Verstärkung und Erweiterung der bereits bestehenden gesetzlichen Schutzmaßnahmen erwartet. Horrwitz gelangt zu dem Resultat, daß all den vorgeschlagenen Einzelmitteln der Enderfolg versagt bleiben muß, weil man unmöglich eine Einrichtung wirkungsvoll und zugleich wirkungslos machen könne und stellt folgende Leitsätze für ein Reformgesetz auf:

1. „Das Mehrstimmrecht von Aktien ist für unzulässig zu erklären.

2. Unter Ausschluß des Bezugsrechtes dürfen Aktien nur gegen Vollzahlung des Ausgabebetrages begeben werden. Verträge der Akt.-Ges. mit Uebernehmern junger Aktien sind den Aktionären offenzulegen. Die Verwaltung ist diesbezüglich zur Auskunft und Rechenschaftslegung verpflichtet.

3. Die Ausgabe von Schutz- und Vorratsaktien ist nichtig. Einzahlungen auf solche Aktien gelten nicht als Einzahlungen auf das Grundkapital.

4. Der Gesellschaftsvertrag von Gesellschaften öffentlichen Interesses kann bestimmen, daß auf Antrag über Beschlüsse der Generalversammlung, welche die Wahl von Mitgliedern des Vorstandes oder Aufsichtsrates betreffen, durch die zuständige Behörde zu entscheiden ist.

5. Bereits vorhandene Mehrstimmrechtsaktien und bereits vorhandene Schutzaktien ohne Mehrstimmrecht sind, soweit die Ausgabe derartiger Aktien nach dem 31. Dezember 1918 beschlossen worden ist, einzuziehen, falls die Generalversammlung nicht ihre Umwandlung in gewöhnliche Stammaktien beschließt. Die Einziehung hat gegen angemessene Vergütung, die Umwandlung nach Verhältnis des umgestellten oder einbezahlten Kapitalbetrages zu erfolgen.

6. Bereits vorhandene Vorratsaktien sind gegen Vergütung einzuziehen, falls sie nicht für bestimmte Verwendungszwecke Dritten bereits vertraglich zugesichert sind. Die Durchführung derartiger Zusicherungen ist gesetzlich zu sichern.

7. Für die Durchführung der Maßnahmen zu 5. und 6. ist eine kurze Frist zu bestimmen.

8. Hilfsweise wird zum Leitsatz 5. folgendes vorgeschlagen:

Die Einziehung der zu 5. behandelten Aktien kann bis zum Ablauf der vertraglichen Stimmrechtsbindungsfrist, äußerstens jedoch bis zum Ablauf von drei Jahren, hinausgeschoben werden.

Für die Zeit bis zur Einziehung sind die Aktien auf Namen zu stellen und unveräußerlich. Die Unveräußerlichkeit ist auf den Aktienurkunden zu vermerken.

Falls sie bei einer Beschlußfassung über Kapitalerhöhung maßgebend mitstimmen, bedarf auf Antrag die beschlossene Kapitalerhöhung der staatlichen Genehmigung."

Horrwitz geht also in diesen Leitsätzen auf eine völlige Beseitigung der Schutz- und Vorratsaktien aus. Soweit geht Geiler[1]) in seinen Reformvorschlägen nicht. Er spricht sich zwar für Abschaffung der Mehrstimm-Stammaktien, die nach der Gold-Bilanz-Verordnung entstanden sind und Aenderung des Gesetzes hinsichtlich der Schutzstammaktien mit einfachem Stimmrecht, aber gegen ein Verbot der Mehrstimm-Vorzugsaktien aus. Letzteres hauptsächlich deswegen, weil solche Mehrstimm-Vorzugsaktien gar nicht unter allen Umständen den Charakter von Verwaltungsaktien haben; es können auch Sanierungs- oder Finanzierungsaktien, wie wir sie vor dem Kriege hatten, mit Mehrstimmrecht ausgestattet sein. Die Gesetzesänderung hinsichtlich der Schutz-Stammaktien mit einfachem Stimmrecht denkt sich Geiler so, daß „bei allen Stammaktien, zum mindesten bei denen, die unter Ausschluß des Bezugsrechts ausgegeben werden, das Stimmrecht erst mit der vollen Einzahlung entsteht". Für Beseitigung der Inflations-Vorratsaktien, soweit sie gemäß § 31, Abs. 2 der Gold-Bilanz-Verordnung gleich den Stammaktien umgestellt worden sind und der nach der Stabilisierung geschaffenen Vorratsaktien tritt auch Geiler ein, da sie heute ihren Entstehungszweck ganz offensichtlich verloren haben und nur als Schutzaktien die Macht der Verwaltungen unrechtmäßig stärken. Es kann natürlich im Rahmen unserer Untersuchungen nicht das ganze Reformproblem behandelt werden, aber die hier

[1]) a. a. O., Seite 22 ff.

angeführten Richtlinien geben im großen Ganzen den Kern der Reformfragen wieder[1]).

Wir möchten uns den Reformvorschlägen Geilers anschließen, da sie einerseits nicht so radikal und revolutionierend wirken, also der natürlichen Entwicklung unseres Aktienwesens mehr Rechnung tragen würden, und andererseits durch eine etwaige Gesetzesänderung in dieser Richtung schon viele Mißstände behoben wären.

---

[1]) vergl. hierzu auch Nußbaum: „Aktienkrise und Aktienreform", Magazin der Wirtschaft 1925/35; ders. „Stimmrechtsaktie und Aktienreform", Zentralblatt f. Handelsrecht 1926, Nr. 8/9.

Lebenslauf.

Am 9. Januar 1900 wurde ich, Kurt Zahn, als Sohn des Kgl. Kreissekretärs Richard Zahn und seiner Ehefrau Amanda, geb. Haß, zu Kaldau, Krs. Schlochau, Westpreußen, geboren. Nach der Versetzung meines Vaters an das Landratsamt in Rosenberg, Westpreußen, besuchte ich zunächst dortselbst die Klassen Sexta und Quinta, die der Stadtschule angegliedert waren. Von der Quarta bis zur Prima besuchte ich das Kgl. Gymnasium zu Deutsch-Eylau, Westpr., und trat im April 1919 als Freiwilliger in den Grenzschutz-Ost ein, dem ich bis Februar 1920 angehörte. Von Ostern 1920 bis Februar 1921 nahm ich an einem Sonderlehrgang für Kriegsteilnehmer und Teilnehmer am Grenzschutz des Gymnasiums zu Lauenburg i. Pom. teil und bestand am 7. Februar 1921 die Reifeprüfung.

Nach dem Tode meines Vaters verlegte meine Mutter ihren Wohnsitz im Jahre 1920 nach Rostock. Hier trat ich am 1. März 1921 bei der Rostocker Gewerbebank A. G., jetzigen Filiale der Mecklenburgischen Bank in Schwerin, als Lehrling ein und wurde in den verschiedenen Zweigen des Bankgeschäfts ausgebildet. Nach Beendigung der Lehrzeit war ich vom 1. September 1923 bis zum 31. März 1924 auf der Meckl. Genossenschaftsbank e. G. m. b. H. in Rostock als Bankbeamter tätig. Während meiner praktischen Tätigkeit auf beiden Banken studierte ich nebenbei an der Rostocker Universität Staats- und Wirtschaftswissenschaften und nahm mit Beginn des Sommersemesters 1924 mein Studium in vollem Umfange auf. Am 24. November 1928 promovierte ich auf Grund dieser Arbeit zum Doktor der Wirtschaftswissenschaften.